

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA

DISERTACIÓN PREVIA A LA OBTENCIÓN
DEL TÍTULO DE ABOGADA

***“NATURALEZA JURIDICA DE LOS VTC Y VTP Y SUS MECANISMOS DE
EXIGIBILIDAD EN CASO DE INCUMPLIMIENTO EN SU PAGO.”***

Evelyn Priscila Encalada Luna

DIRECTORA: Abg. Verónica Arteaga Molina

QUITO, FEBRERO 2014

Dedicatoria

Lo que sabemos es una gota de agua, lo que ignoramos es el océano (Isaac Newton). Mi pequeña gota de agua es dedicada sin lugar a duda a mi familia: Jorge Encalada Valverde, Dolores Luna Morales, Soledad y Nicole Encalada Luna.

Agradecimiento

Dios siempre es el primero al que se agradece y supongo que es lo correcto porque gracias a él cuento con lo que más amo, mi familia.

A mis padres, les agradezco por enseñarme que la pasión por lo que haces es fundamental y compartirlo con los que amas, lo hace excepcional. Gracias por las presiones, por las discusiones y sobre todo por la paciencia.

A mis hermanas, las mujeres más extraordinarias que conozco, que pese a ser niñas aún, se han sabido ganar el respeto y admiración de cada una de las personas que tienen la suerte de cruzárselas. Soledad y Nicole, les agradezco porque sin el trípode, sin el ELLO, el YO y el SUPER YO, mi vida no sería tan buena. Son la mayor alegría y suerte que he tenido.

A la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Facultad de Jurisprudencia, y a todos los profesores con los que compartí un aula porque ser buenos maestros e incentivar el amor por el Derecho.

A Verónica Arteaga Molina, porque supo no solo dirigir mi trabajo de investigación sino también ser exigente y demandar un trabajo que mereciera ser el puente para obtener mi título de licenciada y posteriormente abogada.

Resumen

Los Fideicomisos Mercantiles, cuentan con una historia breve en nuestro sistema jurídico, sin embargo, su aplicabilidad en la actualidad es realmente elevada, sobre todo tomando en cuenta que su forma de ejecución puede verse modificada por el proyecto de Ley actualmente considerado y estudiado por la Asamblea Nacional.

El fideicomiso de Titularización, es usado principalmente para obtener liquidez y que los intereses generados, dentro del mismo proceso sean menores a los habitualmente demandados en el mercado, los cuales se ven encarecidos por la intermediación financiera.

Sin embargo, este proceso de titularización no siempre resulta exitoso y suele presentar ciertos inconvenientes, dentro de los mismos los inversionistas, adquirentes de VTC y VTP no cuentan con la información pertinente o suficiente para hacer cumplir el derecho contenido en título de su propiedad, pese a todas las garantías constituidas a su favor.

El Mercado de Valores en Ecuador, requiere de un para generar inversión de un principio y derecho constitucional, la seguridad jurídica, la misma que en ocasiones se ve vulnerada por las oscuridades y contradicciones de la Ley, en este caso de la Ley de Mercado de Valores, en la cual se señala en uno de sus artículos iniciales que los valores emitidos en procesos de Titularización son de naturaleza ejecutiva mientras que en un artículos posterior señala que solamente en caso de utilidades no canceladas se convierten en títulos ejecutivos.

Teniendo en cuenta este antecedente, estos valores son ejecutivos o no, pueden ser demandados vía ejecutiva, cómo pueden circular. Todos estos aspectos serán analizados y con la información analizada en su conjunto podremos presentar una conclusión sobre la naturaleza jurídica de los VTC y VTP.

INDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO I: FIDEICOMISO MERCANTIL	4
1.1 Antecedentes Históricos	4
1.1.1 Orígenes en el Derecho Romano	4
1.1.1.1 Fideicommissum	4
1.1.1.2 Pactum Fiducia	5
1.1.1.2.1 Fiducia Cum Creditore	5
1.1.1.2.2 Fiducia cum amico	6
1.1.2 Fideicomiso Mercantil en Latinoamérica	6
1.1.2.1 Teoría del Mandato Irrevocable	7
1.1.2.2 Teoría del Desdoblamiento de la Propiedad	7
1.1.2.3 Teoría del Patrimonio de Afectación sin Propietario	7
1.1.2.4 Teoría del Patrimonio Separado	8
1.2 Características Del Fideicomiso Mercantil	8
1.2.1 Contrato	8
1.2.2 Personalidad Jurídica	11
1.2.3 Patrimonio Autónomo	11
1.2.4 Intervinientes	11
1.2.4.1 El Constituyente	11
1.2.4.2 El Beneficiario	12
1.2.4.3 El Administrador	14
1.2.5 Terminación de Contrato de Fideicomiso	16
1.2.6 Fin específico, es independiente e irrevocable	17
1.2.7 Cesión de derechos fiduciarios	18
1.2.8 Restitución Fiduciaria	19
1.3 Tipos de Fideicomiso	19
1.3.1 Fideicomisos de Administración	19
1.3.2 Fideicomisos de Garantía	20
1.3.3 Fideicomisos Inmobiliarios	20
1.3.4 Fideicomisos de Inversión	22
1.3.5 Fideicomisos de Titularización	23

CAPITULO II: FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN	24
2.1 Antecedentes	24
2.2 Particularidades del Fideicomiso De Titularización	26
2.2.1 Activos Susceptibles de Titularización	26
2.2.1.1 Titularización de Cartera	27
2.2.1.1.1 Índice de Siniestralidad	28
2.2.1.1.1.1 Cartera nueva	29
2.2.1.1.1.2 Cartera cuya historia es superior a tres años	29
2.2.1.2 Titularización de Inmuebles	30
2.2.1.3 Titularización de Proyectos Inmobiliarios	30
2.2.1.4 Titularización de Flujos de Fondos en General	32
2.2.1.4.1 Índice de Desviación	34
2.2.2 Intervinientes	35
2.2.2.1 Originador	36
2.2.2.2 Agente de Manejo	36
2.2.2.3 Comité de Vigilancia	38
2.2.2.4 Calificadora de Riesgos	39
2.2.2.5 Estructurador Financiero	42
2.2.2.6 Estructurador Legal	42
2.2.2.7 Inversionistas	42
2.2.2.8 Agente de Pago	43
2.2.3 Contrato de Fideicomiso de Titularización	44
2.2.3.1 Denominación del fideicomiso	45
2.2.3.2 Obligaciones de la Fiduciaria o Agente de Manejo	45
2.2.3.3 La responsabilidad de la Fiduciaria es de medio no de resultado	46
2.2.3.4 Originadores	46
2.2.3.5 Declaración expresa	46
2.2.3.6 Aporte a título de fideicomiso mercantil	46
2.2.3.7 Auditoría Externa	47
2.2.3.8 Características de títulos y su valoración	47
2.2.3.9 Distribución de pagos de Capital e intereses	48
2.2.3.10 Mecanismos de garantía	48

2.2.3.11	<i>Punto de equilibrio</i>	50
2.2.3.12	<i>Inversionistas:</i>	50
2.2.3.13	<i>Fin del Fideicomiso</i>	50
2.2.3.14	<i>Sustitución o renuncia de la Fiduciaria</i>	50
2.2.3.15	<i>Asamblea</i>	51
2.2.3.16	<i>Comité de vigilancia</i>	51
2.2.3.17	<i>Convocatorias</i>	51
2.2.3.18	<i>Reformas</i>	51
2.2.3.19	<i>Políticas</i>	51
2.2.3.20	<i>Exclusión de responsabilidad</i>	52
2.2.3.21	<i>Terminación y liquidación de Fideicomiso</i>	52
2.2.3.22	<i>Varios</i>	52
2.2.3.23	<i>Habilitantes</i>	52
2.2.3.23.1	<i>Reglamento Interno o de Gestión</i>	53
2.2.3.23.2	<i>Informe Estructurador Financiero</i>	53
2.2.4	Autorización para la emisión de Valores de contenido crediticio, participación o mixtos	54
2.2.4.1	<i>Prospecto de oferta Publica</i>	55
2.2.4.2	<i>Mantenimiento de la Inscripción en el Registro de Mercado de Valores</i>	56
2.2.5	Hechos Relevantes	56
2.2.6	Redención Anticipada	56
2.3	El Fideicomiso de Titularización en otras Legislaciones	57
2.3.1	<i>Brasil</i>	57
2.3.2	<i>Chile</i>	57
2.3.3	<i>Costa Rica</i>	58
2.3.4	<i>Estados Unidos</i>	59
2.3.5	<i>Guatemala</i>	59
2.3.6	<i>México</i>	59
2.3.7	<i>Paraguay</i>	60
CAPITULO III: NATURALEZA JURIDICA DE LOS VTC y VTP Y FORMAS DE EXIGIBILIDAD		61
3.1	Generalidades	61

3.1.1	Valores de Contenido Crediticio o VTC	61
3.1.2	Valores de participación o VTP	61
3.1.3	Valores mixtos	61
3.2	Naturaleza Jurídica	62
3.2.1	VTC, VTP y valores mixtos como Títulos Valor	63
3.2.1.1	<i>Circulación</i>	64
3.2.1.2	<i>Autonomía</i>	64
3.2.1.3	<i>Literalidad</i>	65
3.2.1.4	<i>Incorporación</i>	66
3.2.1.5	<i>Legitimación</i>	66
3.2.1.6	<i>Abstracción</i>	67
3.3	Diferencias entre VTC, VTP y valores Mixtos	68
3.4	Circulación de VTC Y VTP	71
3.4.1	Medio de Circulación	71
3.4.1.1	<i>Mercado Bursátil</i>	71
3.4.1.1.1	<i>Bolsas de Valores</i>	72
3.4.1.1.2	<i>Casas de Valores</i>	73
3.4.1.1.3	<i>Oferta Pública</i>	74
3.4.1.2	<i>Mercado Extrabursátil</i>	75
3.4.2	Forma de Circulación	75
3.4.2.1	<i>Endoso</i>	76
3.4.2.1.1	<i>Acto unilateral</i>	76
3.4.2.1.2	<i>Formal</i>	76
3.4.2.1.3	<i>Accesorio</i>	76
3.4.2.1.4	<i>Abstracto</i>	76
3.4.2.2	<i>Cesión</i>	77
3.5	Mecanismo de Exigibilidad	77
3.5.1	Ejecución de garantías y Fideicomiso	78
3.5.2	Los valores del Fideicomiso de Titularización como títulos ejecutivos	78
3.5.2.1	<i>Características de los títulos ejecutivos</i>	80
3.5.2.2	<i>Juicio Ejecutivo</i>	82
3.5.3	Consignación	84

CAPITULO IV CONCLUSIONES	85
BIBLIOGRAFIA	88

INTRODUCCIÓN

El Fideicomiso de Titularización junto con los títulos emitidos a través de éstos valores de contenido crediticio (VTC), valores de participación (VTP) y mixtos, en Ecuador son un mecanismo para obtener recursos, liquidez y financiamiento de distintos tipos de proyectos como de: infraestructura, trabajo, restructuración, etc.

La principal característica del fideicomiso de Titularización, es proporcionar fondos, lo cual importa un significado financiero, este tema ha sido objeto de análisis en varias facultades de Administración de Empresas, Economía, pero poco se ha dicho en el marco legal, el cual resulta trascendental a la hora de su ejecución.

El tema como se mencionó anteriormente no ha sido tratado en su aspecto legal, porque su propósito final es netamente económico. La Ley de Mercado de Valores es relativamente nueva. Publicada en 1993 cuyo contenido aún se encuentran en constante evolución, tanto así que fue reformada en 1998 y actualmente existe un proyecto de reforma.

Es necesario extender el marco de lo que constituye los títulos valor, títulos ejecutivos, los cuáles no se limitan a la letra de cambio o al pagaré. De igual forma el fideicomiso de titularización no ha sido expuesto de forma profunda y una gran cantidad de estudiantes de Derecho no conocen claramente el concepto de Fideicomiso o lo que se puede hacer a través de este mecanismo.

Ahora también es importante señalar la relevancia social de desarrollar el tema, la cual es dar a conocer y permitir que las personas entiendan lo que son los VTC y VTP, y de esta forma se incentive la inversión, dejando de lado el desconocimiento y temor al riesgo que representan este tipo de negocios jurídicos y el Mercado de valores.

Dentro de la Ley de Mercado de Valores existe cierta oscuridad sobre la naturaleza como título ejecutivo o no de los VTC, VTP y mixtos, en su Art. 2 menciona lo que es un valor, entre los cuales se encuentran los títulos de valor de contenido crediticio y de participación.

El Art. 233, establece que todos los valores señalados en el Art 2. (Citado, en el párrafo precedente), serán títulos ejecutivos, para los efectos del Art. 413 del Código de

Procedimiento Civil, es decir, podrían ser exigidos por vía ejecutiva, en un proceso judicial, evitando la sustanciación de un proceso ordinario.

El mismo cuerpo en su Art. 147 señala que en el evento de que el proceso de titularización perciba utilidades y éstas no hayan sido oportunamente entregadas a los inversionistas los valores se convertirán en Títulos Ejecutivos.

Existiendo esta contradicción, es decir entre el Art. 147 y 233 de la Ley de Mercado de Valores se concibe la siguiente pregunta: ¿Cuál es la naturaleza jurídica de los VTC y VTP?

Si logramos establecer cuál es la naturaleza de los VTC y VTP, entonces como conclusión lógica se podrá determinar cuáles son las vías por las que se pueden demandar su cumplimiento y pago.

El Fideicomiso es una figura antiquísima, nacida en el Imperio Romano, y constituye un elemento jurídico relevante. La referencia a esta rama del Derecho, surge porque el objeto de nuestro estudio, es decir, los valores de titularización de contenido crediticio y de participación (VTC y VTP) tienen su origen en el Fideicomiso Mercantil, específicamente en el de Titularización, por lo que esta institución jurídica no puede ser dejada de lado en el presente estudio, sin embargo no se mencionará a los Fondos Colectivos de Inversión.

Si bien los VTC y VTP resultan de un proceso de titularización a través de un Fideicomiso Mercantil, las figuras de fideicomisos de administración, inversión, inmobiliarios y en garantía no serán abordados, en específico..

El contenido de la Ley de Mercado de Valores vigente en el Ecuador, Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores serán las principales fuentes normativas para determinar el funcionamiento de la Titularización por medio de un Fideicomiso.

Siempre es prudente tomar en cuenta la legislación de otros países que nos permitan determinar si nuestro sistema cuenta con falencias o por el contrario se halla en ventaja y proporciona mayor seguridad jurídica en lo que corresponde a la constitución de Fideicomisos de Titularización y a la naturaleza de los VTC y VTP.

Finalmente en base a toda la información recopilada y análisis de la misma, el objetivo principal es especificar si los VTC y VTP, tienen naturaleza de títulos ejecutivos, eliminando la contradicción y obscuridad de la Ley de Mercado de Valores, en base al análisis de las fuentes del Derecho.

CAPITULO I: FIDEICOMISO MERCANTIL

1.2 Antecedentes Históricos

Como antecedente para comprender el proceso de Fideicomiso de Titularización es necesario conocer sus bases y antecedentes históricos. Dentro del primer capítulo se analizará de forma general la significación del Fideicomiso Mercantil para posteriormente en base a esta información señalar de forma detallada las características de la Titularización.

1.2.1 Orígenes en el Derecho Romano

La sociedad Romana y las circunstancias dentro de las cuales se desarrollaba; son las que dieron lugar a tres figuras jurídicas que actualmente son consideradas como las bases para lo que hoy conocemos como Fideicomiso Mercantil, a continuación vamos a conocerlas conforme las características y detalles analizados por la doctrina y los tratadistas tales como Rodriguez Azuero, Saúl Saavedra Lozano y Eduardo Buanaventura Lalinde:

1.3.5.1 *Fideicommissum*

Era básicamente la expresión de una última voluntad, por medio de la cual se solicitaba llevar a cabo cierto acto, con el propósito de beneficiar a un tercero.

La principal causa de existencia del Fideicommissum, fue constituirse en un instrumento para evadir las innumerables prohibiciones acogidas por la normativa Romana para suceder bienes.

“Esta característica del fideicomiso (su aptitud para alcanzar por vía oblicua objetivos vedados por la ley), contribuyó a su desprestigio, especialmente en los sistemas legales en los que el orden sucesorio estaba rigurosamente reglamentado.”¹

¹ MALUMIÁN, Nicolás, DILOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *Fideicomiso y Securitización Análisis Legal, Fiscal y Contable*, Buenos Aires, La Ley, 2006, pág. 5

1.3.5.2 *Pactum Fiduciaie*

Conforme la doctrina señala, en el Derecho Romano está figura era el instrumento por medio del cual una persona entrega a un tercero de su confianza, bienes² que son de su propiedad, con el fin de que posteriormente le sean restituidos, una vez cumplida cierta condición.

En esta representación, el acreedor afirma que le pertenece el objeto a él entregado como cosa confiada y que parte de esa confianza radica en que posteriormente, por el sentido de esa misma confianza debía ser restituido sin formalidad adicional, que garantice efectivamente la devolución de los bienes.

Dentro del PACTUM FIDUCIAE, se contemplan Fiducia Cum Creditore y Fiducia Cum Amico, de los cuales hablamos a continuación.

1.3.5.2.1 *Fiducia Cum Creditore*

Era un negocio a título oneroso, el deudor transfería la propiedad de un bien y posteriormente una vez extinguida la obligación, el acreedor se la restituiría. La transferencia del bien era en garantía por un préstamo pecuniario.

Se considera como el primer derecho real de garantía, antes de que exista la prenda o la hipoteca. La restitución se veía limitada a la buena fe del poseedor porque no existía acción que proteja al deudor.

Al igual que en las figuras presentadas anteriormente no existía forma de exigir la restitución de los bienes, frente a lo cual el Derecho Romano, da origen a la actio fiduciae, pero solo para exigir la devolución en caso de que el bien aún se encontrara en manos del acreedor o persona de confianza, mas no si fue entregado a terceros.

² Existe ciertas discusiones con respecto de si en este proceso se genera o no, la transferencia de dominio de los bienes entregados, y es uno de los principales motivos para generar nuevas propuestas que clarifiquen aspectos como la transferencia de dominio en el Fideicomiso.

1.3.5.2.2 *Fiducia cum amico*

Este consiste en la entrega de un bien que, posteriormente debe ser restituido, a una persona de confianza, con el propósito de que ésta la administre y tenga bajo su custodia los bienes del fideicomitente.³

Se utilizaba cuando una persona tenía que ausentarse por un tiempo considerable, lo dejaba a cargo de una persona de su confianza para que el mismo lleve a cabo las actividades propias a la administración de los mismos.

No existe como en el caso de *Fiducia Cum Creditore*, un préstamo de por medio, que hace que los bienes otorgados actúen como garantía, es decir no era a título oneroso.⁴

1.3.6 ***Fideicomiso Mercantil en Latinoamérica***

Conforme la doctrina, existen varias teorías sobre cómo fue implementándose la figura del Fideicomiso en Latinoamérica, teniendo como precedente y base el Trust del Derecho Anglosajón.

El fideicomiso mercantil, tiene sus orígenes en el Derecho latinoamericano según la doctrina en base a cuatro teorías, a continuación me permito detallar a breves rasgos éstas hablan sobre el fideicomiso y sus principios en Latinoamérica.

Estas posturas tienen variaciones entre sí sobre todo en relación a la propiedad de los bienes que se encuentran dentro del fideicomiso, actualmente tenemos claro que los bienes aportados al Fideicomiso Mercantil son un patrimonio autónomo, sin embargo para llegar a

³ VALIÑO, Emilio, *Instituciones del Derecho Privado Romano*, Universidad de Valencia, Valencia, 1980, pág. 392. "La fiducia podía ser cum amico (de amistad) cuando se enajenaba la propiedad a favor de un fiduciario para que éste la tuviera en depósito o en comodato durante el tiempo prefijado o si se transmite a causa de muerte una propiedad a un donatario, estableciendo la necesidad de que sus herederos la restituyan, en caso de que fallezca antes que el donante. Este tipo de fiducia se utilizaba algunas veces con el fin de evitar requisas o apropiaciones más o menos arbitrarias de los propios bienes, con motivo de persecuciones políticas, estableciendo en el correspondiente "pacto" que, cuando cesaran las circunstancias que habían motivado el contrato, debía efectuarse la restitución de la res mancipi"

⁴ SAAVEDRA LOZANO, Saúl y BUANAVENTURA LALINDE, Eduardo, *Derecho Romano. Traducciones y apuntes*, Ed. Centro S.A. Bogotá, 1942, pág. 305. "Gracias a la idea de fiducia cum amico, era posible en Roma hacer un comodato, un depósito, una donación por causa de muerte, una dote y un fideicomiso entre vivos, operaciones todas a título gratuito que implicaban la voluntad de devolver"

establecer esta característica, de una forma precisa se requirió de ciertas posturas como las que vamos a revisar inmediatamente.

1.3.6.1 Teoría del Mandato Irrevocable

Esta teoría pertenece al panameño Ricardo J. Alfaro; quien sostenía principalmente que el Fideicomiso se basaba en el Mandato, es decir el fiduciario cumpliría los deberes de que le eran encomendados. Proponía esta posición alegando que la figura del mandato es la que más se asemejaba al Trust del derecho anglosajón.

La particularidad que agregaba a este “Mandato” es la irrevocabilidad del mismo. Sin embargo esta figura propuesta no desarrollaba en su totalidad la naturaleza del Fideicomiso.

Como podemos observar la propuesta, mencionaba la ausencia de transferencia de dominio. Esta premisa fue objeto de críticas y como consecuencia su rechazo.

1.3.6.2 Teoría del Desdoblamiento de la Propiedad

Como respuesta y tratando de subsanar los problemas de la teoría anterior se genera la teoría del desdoblamiento de la propiedad, propuesta por Remo Franceschelli, pero orientada principalmente al Trust del Common Law, sin embargo tuvo sus incidencias y también fue analizado en relación al Fideicomiso Mercantil del sistema Latinoamericano.

El principal objeto de análisis en esta tesis es la propiedad de los bienes que se aportan al fideicomiso. Una vez que el fideicomiso se creaba, la propiedad se dividía en dos partes, una ya existente que poseía el constituyente y es transferida al Fiduciario y otra que se genera a favor de los beneficiarios y ésta es de contenido económico. Estas propiedades vuelven a fusionarse y formar una sola, cuando el fideicomiso se extingue y recaen únicamente sobre los beneficiarios.

1.3.6.3 Teoría del Patrimonio de Afectación sin Propietario

“Landererreche Obregón, jurista mexicano afirma respecto de los patrimonios de afectación que no se requiere de alguien sea propietario de este patrimonio, sino que basta con la

simple condición de que un órgano realice el fin perseguido”⁵, propuesta que es recogida en Canadá.

En esta teoría empieza a hablarse de una transferencia de dominio que no pertenece a las partes que conforman el fideicomiso. De esta forma la teoría señala ciertas ventajas, entre las cuales se mencionan que la quiebra del Fiduciario ya no afectaría al patrimonio aportado, de igual forma limita la posibilidad de que el Fiduciario disponga en beneficio de sus propios intereses de los bienes fideicomitidos.

1.3.6.4 Teoría del Patrimonio Separado

La doctrina señala que como respuesta a la teoría anterior, criticando principalmente la existencia de un patrimonio que no tiene titular surge la Teoría del Patrimonio Separado.

En esta teoría por primera vez, se menciona que el patrimonio afectado necesita que la ley le otorgue un tratamiento especial, es decir que para que sea Patrimonio Separado⁶; debe tener características peculiares que están contempladas en el sistema jurídico aplicable.

Esta teoría es la cual ha contado con mayor acogida, tomando en cuenta que en efecto el patrimonio del Fideicomiso es independiente y autónomo, característica que será abordada posteriormente.

Tanto las figuras aplicadas en el sistema Romano como las teorías expuestas al sistema jurídico Latinoamericano, han aportado para el desarrollo de lo que hoy es el Fideicomiso Mercantil pero es necesario aclarar que pese a contar con los mismos antecedentes históricos, actualmente la figura en análisis tiene sus variaciones entre los distintos países, tales diferencias serán resaltadas o simplemente mencionadas en el momento oportuno durante este estudio.

1.4 Características Del Fideicomiso Mercantil

1.4.1 Contrato

⁵ MALUMIÁN, Nicolás, DIPLOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *op. cit.*, pág. 59.

⁶ Al patrimonio fideicomitido la doctrina lo suele denominar de distintas formas como son: Autónomo, de destino, de afectación o separado. Entre los mismos no se acotan diferencias sustanciales.

En base a lo señalado en nuestro sistema jurídico vigente, estableceremos las características que forman parte del Fideicomiso Mercantil para esto me permito analizar el contenido de nuestra Ley de Mercado de Valores en la cual se recoge la figura ya mencionada.

Ley de Mercado de Valores Art. 109: “Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.”

Dentro del texto citado podemos ver varios elementos fundamentales e imprescindibles a la hora de hablar sobre el Fideicomiso Mercantil, como son sus intervinientes y su finalidad. Teniendo como punto de partida el Art. 109 de la Ley de Mercado de Valores, inmediatamente desarrollaré cada característica que considero propia del Fideicomiso.

El fideicomiso mercantil, en primera instancia es un contrato y debe cumplir con requisitos de existencia y validez generales y aplicables a todos contratos.

En el contrato al ser un acuerdo entre varios intervinientes, debe apreciarse la voluntad de las partes, las cuales no pueden verse viciadas, de error, fuerza o dolo. La capacidad de las partes no puede tener limitaciones, éstas necesitan contar con una capacidad absoluta conforme lo establecido en nuestro Código Civil.

De igual forma el Código Civil habla sobre el objeto lícito, es decir los aportes al fideicomiso deben estar libres de gravámenes y provenir del ejercicio de actividades permitidas por las leyes ecuatorianas. Se considera como objeto ilícito todo lo que contravenga las leyes y las buenas costumbres, un ejemplo bastante común es el aporte de dinero proveniente de actividades como narcotráfico o trata de personas. La causa lícita, es otro requisito con el cual debe cumplir el contrato de Fideicomiso, el mismo se refiere al motivo por el cual se constituye éste, el cual debe estar aceptado por las leyes, por ejemplo si el propósito es

evadir impuestos, nos encontraríamos con la falta de causa lícita. Con respecto de estas dos solemnidades (objeto y causa lícita) la ley para garantizar que los mismos se presenten, en los contratos correspondientes se exige declaraciones expresas, en las cuales se determina que los bienes se encuentran sin gravámenes y han sido obtenidos de forma lícita; así también se debe especificar cuál es el fin del fideicomiso.

En este sentido, de acuerdo a lo señalado en líneas previas, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Subtítulo III Inversionistas Institucionales, Capítulo I Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Sección I Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores en su Art. 14 numeral 1, prohíbe a las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, actuar como fiduciarias si el o los constituyentes no declaran que los valores y bienes que van a ser aportados y transferidos al Fideicomiso, han sido adquiridos legítimamente, esta disposición también se la recoge la Ley de Mercado de Valores.

Estos requisitos son de fondo, sin los cuales el contrato de fideicomiso puede ser objeto de nulidad absoluta o relativa, dependiendo de la omisión al momento de la celebración del contrato, sin embargo existen ciertas formalidades de forma también necesarias para la perfecta validez como son:

- ✓ La celebración del contrato fiduciario por medio de escritura pública; “Los fideicomisos no pueden constituirse sino por acto entre vivos, otorgado en instrumento público, o por acto testamentario.”⁷ El Art. 110 de la Ley de Mercado de Valores, también menciona que el fideicomiso deberá ser celebrado mediante instrumento público abierto.
- ✓ La inscripción en la Intendencia del Mercado de valores del mismo cuando en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores así lo requiera;
- ✓ Omitir la inclusión de la cláusula, en la cual se libera de responsabilidad a la Superintendencia de Compañías;
- ✓ Establecer instrucciones dentro del contrato en las cuales se disminuyan las responsabilidades de la Fiduciaria, ya establecidas por la ley.

⁷ Codificación al Código Civil, Art. 730, publicado en el Registro Oficial Suplemento No. 46 del 24 de junio del 2005.

1.4.2 Personalidad Jurídica

La Ley de Mercado de Valores, le confiere la calidad de persona jurídica, es decir, es una persona ficticia, que de acuerdo con el Código Civil vigente puede adquirir derechos y contraer obligaciones, así como ser representado de forma judicial y extrajudicial. La representación legal del fideicomiso, la ostenta una Fiduciaria, a través del cual suscribe contratos y por medio de la cual es administrada.

1.4.3 Patrimonio Autónomo

El patrimonio del fideicomiso, no pertenece a ninguno de los intervinientes (fiduciaria, constituyente o beneficiario). Este conjunto de activos y pasivos son de propiedad del fideicomiso únicamente, y sobre los derechos económicos que pueda producir el mismo tienen propiedad los beneficiarios.

En caso de que uno de los intervinientes del Fideicomiso mercantil, cuente con pasivos que deban ser cancelados o existan medidas cautelares sobre sus bienes por falta de pago de sus obligaciones, los acreedores no podrán satisfacer tales obligaciones con los bienes que se encuentran aportados al fideicomiso.

De igual forma si la fiduciaria, que se halla a cargo de la administración de determinado Fideicomiso, puede iniciar un proceso de disolución y liquidación que esto no afectará al patrimonio autónomo.

La única circunstancia en la cual este patrimonio puede ser objeto de cobro por parte de acreedores, es en caso de que el contrato que originó la obligación, hay sido suscrito con el Fideicomiso, a través de su representante legal, la Fiduciaria. Otra alternativa para que éste cubra obligaciones es que su propósito sea ese, es decir, en caso de que el Fideicomiso tenga como objetivo garantizar una obligación.

1.4.4 Intervinientes

1.4.4.1 El Constituyente

El Fideicomiso es tripartito: fiduciario (administrador), fideicomitente (constituyente) y Fideicomisario (beneficiario), en casos específicos existen intervinientes adicionales⁸.

La doctrina señala que para que exista un constituyente deben producirse dos eventos: primero la expresión de voluntad de crear un fideicomiso, específicamente al momento de la firma de la Escritura Pública de constitución de la institución jurídica; y, segundo, transfiriendo la propiedad sobre sus bienes en favor del patrimonio autónomo. En caso de que no se produzca una de estas dos circunstancias estaríamos en ausencia de un constituyente.

El constituyente puede ser una persona natural o jurídica, además es importante mencionar que la calidad de constituyente y beneficiario puede verse recaída sobre la misma persona.

Con respecto de los derechos a los cuales se puede acoger y debe exigir el constituyente la Ley de Mercado de Valores en su Art. 126.⁹

La ley vaticina la posibilidad de que existan constituyentes adherentes dentro de un Fideicomiso.

Para que dicha alternativa sea viable, el contrato principal debe acoger de forma expresa tal opción.

De hallarse un tercero interesado, que quiera adherirse al Fideicomiso, se deberá celebrar lo que se conoce como convenio de adhesión. Este proceso de adhesión, se genera en caso de que haya un tercero que desee aportar, porque hay que recordar que únicamente el constituyente puede efectuar aportes al Fideicomiso constituido.

1.4.4.2 *El Beneficiario*

⁸ En los casos como los Fideicomisos de titularización existen intervinientes adicionales como estructurador legal, financiero, agente pagador, inversionistas, etc.

⁹ a) Los que consten en el contrato; b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil; c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales; y, d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa leve en el desempeño de su gestión.

Es en favor de quien se constituye el Fideicomiso y cuenta con derechos económicos generados por el patrimonio autónomo, según lo que ya habíamos planteado puede ser el mismo constituyente, persona natural o jurídica.

Bajo el Derecho argentino, el fideicomisario es la parte que tiene el derecho a recibir el bien al finalizar el fideicomiso. Este participante (que no es estrictamente hablando una parte del contrato) se diferencia del beneficiario que es aquel que recibe los frutos de los bienes fideicomitados a lo largo de la vida del fideicomiso. Entendemos que esta diferenciación entre beneficiario y fideicomisario enriquece la figura y no resta ninguna posibilidad, pues tal como veremos no existe problema alguno en que la misma persona que beneficiario o fideicomisario.¹⁰

En nuestra legislación no cabe tal distinción y en efecto se considera, que el beneficiario o fideicomisario, es quien recibe los frutos durante la vigencia del fideicomiso o el bien al finalizar el mismo, en ambos casos, la entrega de éstos se ve condicionada a la existencia de los mismos.

Con respecto de los fideicomisarios o beneficiarios, según la Ley de Mercado de Valores el Art. 127 detalla cuales son derechos del beneficiario¹¹ del Fideicomiso Mercantil.

En teoría en la celebración del contrato de fideicomiso no es necesaria la comparecencia del beneficiario pero si su determinación, por lo que la aceptación se da posteriormente, e incluso en ocasiones al momento de la entrega del bien fideicomitado. Pero la posibilidad y obligación del fideicomisario de aceptar el beneficio es crucial a la hora de entrega y exigibilidad de derechos por parte de éste, por lo que la omisión del mismo podría entenderse como un repudio a lo que por derecho se le entregó. Por supuesto en relación a

¹⁰ MALUMIÁN, Nicolás, DIPLOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *op. cit.*, pág. 29.

¹¹ a) Los que consten en el contrato; b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil; c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales; d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa grave o culpa leve en el desempeño de su gestión; e) Impugnar los actos de disposición de bienes del fideicomiso mercantil realizados por el fiduciario en contra de las instrucciones y finalidades del fideicomiso mercantil, dentro de los términos establecidos en la ley; y, f) Solicitar la sustitución del fiduciario, por las causales previstas en el contrato, así como en los casos de dolo o culpa leve en los que haya incurrido el fiduciario, conforme conste de sentencia ejecutoriada o laudo arbitral y, en el caso de disolución o liquidación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

este punto debemos tener claro que en el contrato sí se debe determinar e identificar a la persona que va a ostentar la calidad de fideicomisario, para legitimar sus derechos.

El beneficiario, puede renunciar a sus derechos, en este caso si el contrato no señala sucesores o suplentes, se restituye el patrimonio al constituyente o a sus herederos de ser el caso.

1.4.4.3 El Administrador (Fiduciaria)

La ley de Mercado de Valores exige que éstas sean personas jurídicas, en específico sociedades anónimas, no puede ser como en el caso de constituyentes o beneficiarios personas naturales.

La fiduciaria es aquella encargada de la administración y cuidado de los bienes que han sido aportados al Fideicomiso, con el firme propósito de mantenerlos en buen estado; y, productivos de ser el caso. La legislación comparada permite que actúen como administradores varios tipos de sociedades, sin embargo en Ecuador, para actuar como tal el objeto social de la sociedad anónima es exclusivo.

Con respecto de la Fiduciaria, ésta no puede delegar sus funciones o renunciar a las mismas. Las causas para aceptar la renuncia de la Fiduciaria, son exclusivamente las estipuladas en el contrato, siempre y cuando esta renuncia no afecte a ninguno de los intervinientes o a terceros. Si existe omisión sobre las causas en el contrato, la Ley de Mercado de Valores en el Art. 131 establece dos circunstancias en las cuales cabe este suceso:

- ✓ El beneficiario no quiere o no puede recibir los réditos del fideicomiso, de acuerdo a lo señalado en el contrato, y en caso de que no se haya establecido la posibilidad de efectuar un pago por consignación;
- ✓ Por falta de pago de la remuneración por los servicios del Fiduciario.

La Superintendencia de Compañías debe aprobar la renuncia, cuando el fideicomitente no esté de acuerdo y la fiduciaria no puede liquidar el Fideicomiso, porque el mismo significaría vulneración de derechos a terceros; La Superintendencia de Compañías resolverá sobre la

entrega del patrimonio autónomo a quien corresponda previa rendición de cuentas y presentación de inventario.

En la legislación comparada a diferencia de nuestro sistema pueden actuar como administradores o fiduciarios otras entidades que no sean, Sociedades Anónimas, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, como es en Argentina, pero existen también países latinoamericanos que comparten nuestra tendencia como es Colombia.¹²

Venezuela limita la posibilidad de actuar como fiduciarias a dos tipos de sociedades, las instituciones bancarias y las empresas de seguros constituidas en el país las cuales necesitan de un depósito de 3'050.000 Bolívares para postularse a la calificación de fiduciarios para posterior calificación.

En El Salvador con respecto de las fiduciarias la Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares establece que podrán actuar como tal, las instituciones de crédito y las organizaciones auxiliares de las mismas, las cuales deben contar con un capital mínimo para poder ser calificadas como tales.

En nuestro país para poder actuar como Administradora de Fondos de acuerdo con el Art. 98 de la Ley de Mercado de Valores se debe contar con un capital mínimo, dependiendo del objeto social que se espere desarrollar:

- ✓ Para administrar fondos de inversión o representar fondos internacionales deben contar con un K de \$262.890;
- ✓ En caso de practicar la actividad fiduciaria y participar en procesos de titularización deben contar con el mismo capital que el requerido en el caso previamente citado; y,
- ✓ Finalmente en caso de administrar fondos de inversión y fideicomisos y procesos de titularización, se necesita de un K de \$131.445

¹² En Derecho Argentino, de acuerdo con la Ley 21.526, podrían ser fiduciarios: Las entidades financieras autorizadas para actuar como tales; las cajas de valores que cumplan con las condiciones; las sociedades anónimas nacionales y extranjeras, que soliciten su inscripción en el Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos.

En Panamá la ley manda: “La existencia legal del fideicomiso comienza hasta que ha sido aceptado el cargo por el fiduciario y que al hacerlo este se torna irrevocable”¹³. En el mismo país se acoge la opción de designar a varios fiduciarios¹⁴. Esta característica es compartida con el país Honduras.

El Código de Comercio de Costa Rica, acoge la opción de que cualquier persona natural o jurídica puede hacer las veces de administrador de fideicomisos con ciertas limitaciones. Costa Rica y Panamá comparten una similitud, ninguno de ellos exige un capital mínimo para ser fiduciario.

Guatemala pide que: “Solo pueden ser fiduciarios los bancos establecidos en el país y las instituciones de crédito, previa autorización de la Junta Monetaria (...) órgano encargado del control y vigilancia de esta actividad en Guatemala”¹⁵

Las distintas legislaciones incluyendo la nuestra, conforme al Código Civil que nos rige, mencionan que deberá emplear en su cargo el cuidado de un buen padre de familia para la ejecución de las labores encomendadas.

Por otro lado una diferencia clara es la limitación en Ecuador para actuar como Fiduciarias, mientras en la mayoría de países de América Latina cabe la posibilidad de que una Institución Bancaria sea Administradora de Fondos, en nuestro país ni siquiera pueden estar relacionadas con las Administradoras de Fondos. Con respecto de las limitaciones a una renuncia por parte de la Fiduciaria a sus labores como administradora, tienen como propósito principal generar estabilidad al Fideicomiso y a sus intervinientes, evitando que por asuntos intrascendentes se produzca una renuncia y afecte la administración del fideicomiso.

1.4.5 Terminación de Contrato de Fideicomiso

La ley establece que la vigencia de un fideicomiso mercantil será de máximo ochenta años, sin embargo el mismo cuerpo legal acoge dos excepciones a esta regla:

¹³ ACOSTA ROMERO, Miguel, ALMAZAN ALANIZ, Pablo Roberto, *Tratado teórico práctico de fideicomiso: incluye compilación de disposiciones legales que rigen al fideicomiso en México hasta diciembre de 2001*, México, Editorial Porrúa, 2002, pág. 32.

¹⁴ Pueden actuar de forma conjunta o sucesiva de acuerdo a la Ley No. 17 de Panamá, artículo 14.

¹⁵ ACOSTA ROMERO, Miguel, ALMAZAN ALANIZ, Pablo Roberto, *op .cit.*, pág. 57.

1. Si la condición resolutoria es la disolución de una persona jurídica; y,
2. Si los propósitos de la del fideicomisos son altruistas, culturales o de investigación.

La ley de Mercado de Valores en su Art. 134 señala las causas de terminación del fideicomiso mercantil¹⁶ o del encargo fiduciario, además de las previstas en el contrato constitutivo.

De acuerdo a la normativa argentina el plazo máximo de los fideicomisos es de 30 años, a excepción de ciertos casos (Fideicomisos a favor de incapaces o inversiones para Bosques Cultivados).

En Colombia, conforme su Código de Comercio el plazo máximo de vigencia de fideicomisos es de 20 años salvo algunas excepciones. Guatemala señala en su cuerpo normativo la posibilidad de constituir un Fideicomiso hasta por un tiempo de duración de 25 años, excepto cuando es en beneficio de instituciones de asistencia, culturales, entidades estatales o incapaces.

Como podemos observar los plazos en la legislación comparada son menores a los permitidos en nuestro ordenamiento jurídico, lo cual hace que consideremos si en efecto tal plazo en Ecuador es excesivo o puede ser pretexto para encarecer y prolongar la ejecución de proyectos por medio de fideicomisos que pueden ser desarrollados en menor tiempo. Por ejemplo se señala la vigencia de ochenta años y el proyecto puede ser ejecutado en 20 pero se lo concluye efectivamente en 40 años, encareciendo de esta forma los valores para alcanzar el fin propuesto y usando como pretexto la vigencia de 80 años.

1.4.6 Cumple un fin específico, es independiente e irrevocable

¹⁶ a) El cumplimiento de la finalidad establecida en el contrato; b) El cumplimiento de las condiciones; c) El cumplimiento o la falla de la condición resolutoria; d) El cumplimiento del plazo contractual; e) La imposibilidad absoluta de cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo; f) La sentencia ejecutoriada dictada por autoridad judicial competente o el laudo arbitral, de conformidad con la ley; g) La resciliación del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que no afecte los derechos del constituyente, de los constituyentes adherentes, del beneficiario, de acreedores del fideicomiso mercantil o de terceros; y, h) La quiebra o disolución del fiduciario, siempre que no exista sustituto.

Se constituye con un propósito claro, y detallado. La Fiduciaria debe someterse al desarrollo de lo estipulado en el contrato para propender el alcance del objetivo. Es independiente porque su existencia no está supeditada a la presencia de otro contrato, persona o circunstancia, además de la presencia de un patrimonio autónomo destinado únicamente a la persecución del objetivo propuesto.

El aporte efectuado al fideicomiso es irrevocable, así como la condición para la cual el mismo fue creado, al igual que las instrucciones estipuladas en el contrato de constitución, a la Fiduciaria de acuerdo con el ya citado Art. 109 de la Ley de Mercado de Valores.

Si bien dentro de cada Fideicomiso el fin a alcanzar o la condición a cumplirse deben estar muy bien detallados; la ley no establece de forma expresa prohibiciones en tal sentido tanto así que la circunstancia exigida puede ser el nacimiento de una persona que aún no ha sido concebida.

Tal es la importancia del fin determinado en un Fideicomiso, que la imposibilidad para alcanzarlo puede significar la terminación del contrato celebrado, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores.

1.4.7 Cesión de derechos fiduciarios

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores Sección IV Disposiciones generales Art. 9 ordena que: “únicamente los beneficiarios del negocio fiduciario pueden ceder sus derechos, siempre que no esté prohibido por la Ley o por el contrato. La cesión de derechos deberá instrumentarse con las mismas solemnidades utilizadas para la constitución del negocio fiduciario. La cesión de derechos no implica la sustitución en las obligaciones de las partes contratantes. Para tales efectos, se procede conforme a las normas de la novación establecidas en el Código Civil. La cesión de derechos no surtirá efectos contra la fiduciaria ni contra terceros, sino desde la fecha de su notificación a la fiduciaria o de la aceptación por parte de ésta, en la forma prevista en el Código Civil para la cesión ordinaria.

De lo señalado en el párrafo anterior, se puede establecer que la cesión debe cumplir con ciertas condiciones elementales, y además se lo debe hacer mediante escritura pública, para que tenga valor, caso contrario no surtirá efecto.

1.4.8 Restitución Fiduciaria

La restitución de los bienes del fideicomiso, deben ser a favor del fideicomisario en las mismas condiciones en que fueron aportadas por el constituyente, o de acuerdo a las instrucciones establecidas en el contrato de fideicomiso.

La restitución tiene cierto debate, ciertos tratadistas mencionan que solo hay restitución si el beneficiario también es constituyente, porque los bienes aportados le son restituidos, pero si el beneficiario no fue constituyente, entonces no se le puede restituir los bienes porque no fueron antes de su propiedad. La restitución, en un sentido literal podría interpretarse con lo que se devuelve a una persona, pero de conforme la Ley de Mercado de Valores no se hace distinción referente a quien recibe los bienes fideicomitidos. Al igual que el contrato de constitución de Fideicomiso, la restitución debe celebrarse mediante escritura pública de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores.

1.5 Tipos de Fideicomiso

1.5.1 Fideicomisos de Administración

Son aquellos en virtud de los cuales se transmiten al fiduciario determinados bienes o derechos, para que el fiduciario proceda a efectuar las operaciones de guarda, conservación o cobro de productos de los bienes fideicomitidos que le encomiende el fideicomitente, entregando los productos o beneficios al fideicomisario.¹⁷

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título V, Sección IV, Disposiciones Generales, Art. 17, numeral 2: “Se entiende por fideicomiso de administración, al contrato en virtud del cual se transfieren bienes muebles o inmuebles al patrimonio autónomo, para que la fiduciaria los administre y cumpla las instrucciones instituidas en el mismo”.

¹⁷ VILLAGORDOA LOZANO, Manuel, citado por GUTIERREZ MOLLER, Emilio, *Especies de Fideicomiso*, disponible en: <http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/1/167/6.pdf>, fecha de acceso: 07-09-2013

Este fideicomiso puede actuar bajo dos modalidades: Fideicomiso de administración de flujos; y, Fideicomiso de mera tenencia. La Fiduciaria debe regirse a las instrucciones del contrato de fideicomiso. El administrador debe también tomar en cuenta las normas establecidas en el Código Civil, referente a la tenencia. Puede llevar a cabo compra o venta de bienes tangibles o intangibles, siempre que no esté prohibido por el constituyente dentro del contrato suscrito.

1.5.2 Fideicomisos de Garantía

“Concebida en la teoría como uno de los mecanismos más versátiles para sustituir las tradicionales formas de garantía de prenda e hipoteca”¹⁸. Este modelo de fideicomiso en el cual el constituyente crea un patrimonio autónomo, cuyo único fin es ser aval de una obligación adquirida o no por el fideicomitente, y; el beneficiario en caso de un incumplimiento en el pago de la obligación es el acreedor. La fiduciaria, apegándose a las disposiciones legales vigentes debe contar con una conformidad por escrito por parte del acreedor, con respecto de los bienes que van a ser aportados garantizarán la deuda, este proceso lo debe efectuar cada vez que se ingresa un nuevo acreedor como beneficiario.

Tiene una peculiaridad, dentro del contrato, se debe establecer el proceso de ejecución del patrimonio autónomo, para que en caso de existir un efectivo incumplimiento del pago de la obligación al acreedor, éste pueda valerse del patrimonio del fideicomiso. En caso de haber concluido el proceso de ejecución y una vez que la obligación pendiente sea cumplida con el acreedor a su entera satisfacción, en caso de que exista un remanente, este es entregado al constituyente.

El contrato puede contemplar como alternativa que durante la ejecución del contrato, para la venta de los bienes, en caso de no ser objeto de dación en pago a favor del beneficiario, los costos por concepto de avalúos deberán ser cubiertos por parte del beneficiario o del fideicomitente (Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título V, Sección IV, Disposiciones Generales, Art. 17, numeral 1).

1.5.3 Fideicomisos Inmobiliarios

¹⁸ ACOSTA ROMERO, Miguel, ALMAZAN ALANIZ, Pablo Roberto, *op .cit.*, pág. 43.

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título V, Sección IV, Disposiciones Generales, Art. 17, numeral 3:

El fideicomiso inmobiliario es el contrato en virtud del cual se transfieren bienes, que generalmente son inmuebles, al patrimonio autónomo para que el fiduciario los administre y desarrolle con ellos un proyecto inmobiliario, en función de las instrucciones establecidas en el contrato, para lo cual realizará las gestiones administrativas y legales ligadas o conexas con el desarrollo del proyecto inmobiliario y todo en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato.

De acuerdo con la Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el constituyente aporta generalmente un inmueble con el propósito de desarrollar un proyecto de construcción. La fiduciaria puede estar a cargo solamente de la construcción o de la construcción y venta de la misma, no puede ser solo de la venta porque en ese caso se daría lugar a un fideicomiso de administración. Los constituyentes son conocidos como promotores o propietarios, éste interviniente es el dueño del inmueble en el cual se va a llevar a cabo el proyecto inmobiliario.

Previo a la celebración del contrato de fideicomiso, se debe efectuar un estudio de factibilidad, este debe analizar la prudencia y posibilidades de éxito del proyecto, además de constatar que el inmueble ya ha obtenido los permisos de construcción correspondientes (licencia de construcción, convenio con el Municipio, permisos de bomberos, aprobación de planos, etc.)

Dentro de la ejecución del proyecto, el administrador como representante del Fideicomiso deberá entregar a los beneficiarios los bienes inmuebles aportados según corresponda. Este tipo de fideicomiso, al manejar dinero de terceros debe inscribirse en la Intendencia de Mercado de Valores.

Para que se genere la opción de disponer de los valores aportados por los promitentes compradores, se tiene que cumplir con un PUNTO DE EQUILIBRIO, éste significa el cumplimiento de condiciones de carácter legal, financiero y técnico, aspectos básicos que de cierta forma garantizan la reducción de riesgos del proyecto y procurar el éxito del mismo.

La construcción del proyecto inmobiliario puede iniciarse desde la celebración del contrato, en caso de contar con los recursos necesarios, o esperar como ya se mencionó al cumplimiento del PUNTO DE EQUILIBRIO, para usar los fondos de terceros.

1.5.4 Fideicomisos de Inversión

El objetivo de esta modalidad de fideicomiso es invertir los recursos del patrimonio autónomo. La condición de invertir y la forma de hacerlo, deben estar claramente establecidas en el contrato; de no ser así, el Consejo Nacional de Valores, estableció ciertos parámetros para subsanar esta omisión¹⁹.

Los distintos mecanismos para constituir fideicomisos, tienen similitudes y diferencias dependiendo de los intervinientes y de los fines que se desea obtener a través de los mismos.

Hemos mencionando de forma ligera y sin profundizar los distintos objetos a los cuales se puede someter la constitución del Fideicomiso Mercantil, porque el objeto principal de este estudio es comprender la naturaleza de los Fideicomisos de Titularización y sobre todo de los títulos emitidos dentro de los mismos, razón por la que en el capítulo segundo se tratará al proceso de Titularización teniendo como vehículo el Fideicomiso Mercantil.

¹⁹ Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título V, Sección IV, Disposiciones Generales, Art. 17, numeral 4: En estos contratos debe estar claramente definida la política de inversión, a falta de esta estipulación, (...) sujetarán a los siguientes límites: 4.1 La inversión en instrumentos o valores emitidos, aceptados, avalados o garantizados por una misma entidad, no podrá exceder del veinte por ciento del activo total del fideicomiso mercantil; y la inversión en instrumentos o valores emitidos, aceptados, avalados o garantizados por empresas vinculadas, no podrá exceder del treinta por ciento del patrimonio de ese fideicomiso mercantil. 4.2 La inversión en el conjunto de instrumentos emitidos, aceptados, avalados o garantizados por compañías o empresas vinculadas a la fiduciaria, no podrá exceder del quince por ciento del patrimonio del fideicomiso. Se exceptúan de estos límites, las inversiones en valores emitidos por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Economía y Finanzas. 4.3 En el caso de inversiones en acciones de sociedades anónimas inscritas en el Registro del Mercado de Valores, el fideicomiso mercantil no podrá poseer más del quince por ciento de las acciones suscritas y pagadas por una misma sociedad; y, el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por una misma sociedad de este tipo, no podrá exceder del quince por ciento del activo total de dicha emisora. 4.4 Tratándose de inversiones en acciones de sociedades de capital no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, el fideicomiso mercantil no podrá poseer más del treinta por ciento de las acciones suscritas y pagadas de dicha sociedad; el conjunto de inversiones en valores emitidos o garantizados por una misma sociedad de este tipo, no podrá ser superior al treinta por ciento del activo total de dicha emisora.

1.5.5 Fideicomisos de Titularización

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título V, Sección IV, Disposiciones Generales, Art. 17, numeral 4: “Son aquellos en los cuales se aportan los activos que existen o se espera que existan, con la finalidad de titularizar dichos activos.” Este tipo de fideicomiso será detenidamente analizado, posteriormente, por ser el mecanismo mediante el cual se originan los VTC (Valores Titularizados de contenido crediticio) y VTP (Valores titularizados de participación).

Una vez establecidas las generalidades y características del Fideicomiso Mercantil, en el siguiente capítulo iniciaremos con el estudio del Fideicomiso de Titularización de forma particular.

CAPITULO II: FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN

2.4 Antecedentes

La Titularización por ser un proceso complejo y práctico dentro del campo del Mercado de Valores, se encuentra acogido y regulado de forma pormenorizada dentro de la normativa jurídica, motivo por el cual para tener claro su funcionamiento, se hará referencia a la Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores y de igual forma a casos prácticos de Fideicomisos de Titularización.

Dentro del primer capítulo de este estudio, ya se mencionó cómo la Ley de Mercado de Valores define al Fideicomiso de Titularización, sin embargo cabe aclarar que, pese a que únicamente se analizará al Fideicomiso, existe otro mecanismo a través del cual se puede dar lugar a una Titularización, cuyo proceso se denomina Fondo Colectivo de Inversión.

En esencia el fideicomiso de titularización cuenta con las características ya establecidas, es decir, es un contrato, que posee personalidad jurídica, patrimonio autónomo, un fin determinado, y es tripartito (constituyente, administrador y beneficiario).

Este proceso, consiste en aportar al patrimonio autónomo, activos existentes, o se espera que existan, los cuales son susceptibles de titularización. Los títulos emitidos como producto del aporte de estos activos al Fideicomiso son: valores de contenido crediticio (VTC) o valores de participación (VTP), los cuales deben ser ofertados de forma pública en el Mercado Bursátil.

Continuando con el punto anterior, el ente regulador y garantizador de la administración de estas instituciones jurídicas, a través de la fiscalización de Administradoras de Fondos y Fiduciarias (Administradoras de los Fideicomisos de Titularización), es la Superintendencia de Compañías, valiéndose del Consejo Nacional de Valores y las distintas Intendencias de Mercado de Valores.

En otros países este proceso es conocido como Fideicomiso Financiero, y su manejo está a cargo de Entidades Financieras²⁰. La titularización, también llamada securitización, se genera desde los setentas, producto de altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos, y de la necesidad de las instituciones financieras de disminuir los costos (operativos e intereses) y tiempos para obtener liquidez. La Titularización tuvo sus orígenes en el Derecho anglosajón, a partir de 1970 específicamente en EE.UU., propulsado por las instituciones financieras del país.

El Government National Mortgage Association, cuyas siglas son G.N.M.A. o Ginnie Mae, desarrollaron el G.N.M.A. pass-through, que es un título o certificado garantizado por préstamos hipotecarios de vivienda unifamiliares originados en Federal Housing Administration²¹.

En referencia al mismo punto, también se menciona que:

Muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, procedimiento al que se denominó securitization, pues se convertirá en securities (o valores negociables) a los créditos (...) El gobierno de los Estados Unidos creó organismos que iniciaron el mercado de securitización desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para viviendas (...) En Europa, el mercado más desarrollado en cuanto a securitización es Inglaterra, ya que en Francia se estableció el marco legal apropiado recién en 1988, con la creación de los Fonds Commens de Créances. En Latinoamérica los países con más experiencia son Brasil, México y Argentina²².

De acuerdo con lo establecido por Mario Larrea, el mercado de Securitización en Estados Unidos, es tan grande que se estima alcanza los 6 trillones de dólares. En Ecuador el proceso de Titularización es también empleado con frecuencia, precisamente por los motivos ya señalados, es decir para obtener gran liquidez en menor tiempo y con tasas de interés que resultan mucho más convenientes que las exigidas por las Instituciones Financieras.

Continuando con el punto planteado en el párrafo anterior, como ejemplo se encuentra a International Water Services fabril Interagua, en calidad de originador y beneficiario de la

²⁰ En Argentina, la ley establece que en el Fideicomiso Financiero, actuará como fiduciaria una entidad financiera, la Caja de Valores S.A., o una autoridad especialmente autorizada para actuar como fiduciario financiero.

²¹ LARREA ANDRADE, Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*, Quito, Ediciones Legales S.A., 2004, pág. 43.

²² MALUMIÁN, Nicolás, DIPLOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *op., cit.*, pág. 173.

colocación de valores, en un proceso de Titularización por un monto de USD \$40'000.000,00 y con una tasa de interés fija anual de 8,50%, cuando en un Banco un préstamo por el mismo valor puede aproximadamente tener una tasa de 15%, adicionalmente con la probabilidad de que el monto no sea aprobado y el préstamo efectivamente entregado sea por un valor inferior.

La Titularización es un proceso universal, es decir es aplicable como medio para obtener fondos a nivel mundial, por supuesto con ciertas variaciones, en ocasiones de fondo y en otras de forma, como es el caso de su denominación.

En los Estados Unidos de Norteamérica a la Titularización se la designa con el vocablo anglosajón SECURITIZATION; los españoles la conocen indistintamente como TITULARIZACION o SECURITIZACION; en Francia a su vez a esta operación se la denomina como TITRISATION; en México se identifica la titularización también como bursatilización; por fin, en Ecuador y los países de habla hispana se utiliza en las normas de derecho positivo simplemente la palabra titularización que pretende ser una traducción de la palabra securitización²³.

Los procesos de titularización con el tiempo, se extendieron hacia otro tipo de activos que no sólo estén garantizados en hipotecas, sino también con activos como carteras, vencidas o no, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos.

2.5 Particularidades del Fideicomiso De Titularización

El Fideicomiso de Titularización cuenta con varias particularidades, como veremos dentro de este capítulo, se establecerá de forma independiente cada peculiaridad. Estas diferencias permitirán comprender de mejor forma en qué consiste el Fideicomiso de Titularización, y cómo funciona en nuestra legislación por medio de casos actuales.

2.5.1 Activos Susceptibles de Titularización

En Ecuador en la década de los 90, los únicos activos susceptibles de titularización eran las obligaciones hipotecarias o prendarias con vencimientos de mínimo 12 meses y dichos

²³ CEVALLOS, Víctor, *Mercado de Valores y Contratos Tomo II*, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito, 1998, pág. 239

procesos podían llevarse a cabo únicamente a través de compañías cuyo objeto social esté exclusivamente direccionado a la Titularización o por medio de Instituciones Financieras; es a partir de la Ley de Mercado de Valores reformada en 1998 que se considera aptos de titularización los derechos sobre activos que existen o se espera que existan.

Según la ley de Mercado de Valores en su Art. 143, son susceptibles de titularización:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros.

La Superintendencia de Compañías puede aprobar la titularización de otros activos, previa norma expresa del Consejo Nacional de Valores. De los activos numerados, a continuación se estudiará en mayor detalle ciertos activos, que debido a su naturaleza, el Consejo Nacional de Valores se ha visto en la obligación de establecer normativa específica.

2.5.1.1 Titularización de Cartera

La cartera de crédito objeto de futura titularización puede solamente ser activo para emitirse valores de contenido crediticio (VTC), pero para ello necesita ser valorada conforme lo señalado en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Art. 12.

El valor máximo por el cual se puede emitir títulos sobre la cartera, es del 100% del capital insoluto, se lo puede hacer por tramos en oferta pública que no superará los 18 meses.

Cuando el activo a titularizarse es una cartera, legalmente se prohíbe mezclar distintos tipos de carteras²⁴, por supuesto esta disposición se debe principalmente, a la promoción de transparencia, evitar confusiones posteriores, además cada cartera tiene diferentes características, y se busca que la misma sea uniforme y cuente con una valoración más acertada y así también la calificación de su riesgo, aspectos que pueden verse alterados por

²⁴ Existen carteras de crédito: comercial, de consumo y para vivienda.

la unión de varias carteras de crédito sobre todo porque las mismas tienen como obligacionistas a distintos mercados, es decir una cartera comercial no puede resultar tan segura y atractiva para la inversión como una inmobiliaria.

Precisamente con respecto de la cartera, existe un factor elemental, es decir, la determinación del índice de siniestralidad determinado en base al informe del estructurador Financiero. La Ley de Mercado de Valores solicita información adicional²⁵ para que se proceda con la aprobación de la titularización de cartera de crédito.

Caso Primera Titularización Flujos CFN

De acuerdo con la información de la Bolsa de Valores de Quito, la Corporación Financiera Nacional inició un proceso de titularización a través de un Fideicomiso Mercantil, usando como activo susceptible de emisión la Cartera de Crédito de Desarrollo Productivo empresarial y PYMES, sustentada en contratos de mutuo o pagarés a la orden, suscritos a favor de la CFN por concepto de los créditos otorgados por la misma institución.

Dicha titularización asciende a USD \$50'000.000 y la cartera se encuentra valorada en aproximadamente USD \$72'000.000.

Otros procesos en los cuales se generan una titularización de cartera son: Fideicomiso de Titularización de cartera de vivienda de la Cooperativa de Ahorro y Crédito 29 de Octubre (USD \$5'800.000), así como el Fideicomiso Mercantil Banco de Loja Titularización hipotecaria (USD \$19'300.000). La titularización de cartera es generalmente empleado por instituciones financieras o cooperativas de ahorro y crédito, precisamente porque cuentas por cobrar por concepto de créditos otorgados constituyen su principal y mayor ingreso.

2.5.1.1.1 Índice de Siniestralidad

²⁵ a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados; b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V., del valor de mercado de la cartera; c) Determinar el índice de siniestralidad o desviación; d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía, que cubra el 1.5% del índice de siniestralidad; e) Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra gravada; y, f) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización.

El índice de siniestralidad es la medida o porcentaje de pérdida, que puede sufrir el patrimonio autónomo, por ciertas variables que inciden en el mismo.

La Codificación de Resoluciones del CNV, en el Título III, Capítulo V referente a la titularización: Art. 13, contempla los lineamientos para la determinación del índice de siniestralidad.²⁶

El mismo cuerpo legal, en el Título III, Capítulo V referente a la titularización: Art. 14 en su parte pertinente distingue tipos de cartera:

2.5.1.1.1 Cartera nueva

Será aquella cuya historia es inferior a tres años, para lo cual se tomará como índice el factor de siniestralidad de la cartera general del originador. En caso de que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de crédito, obtendrá el índice de siniestralidad en función de carteras de crédito con similares características.

2.5.1.1.2 Cartera cuya historia es superior a tres años

En este caso, se tomará el mayor de los valores resultantes de determinar el índice de siniestralidad general de la cartera en la clase correspondiente y el especial, referido concretamente a la cartera que se va a titularizar. Para ambos casos, el factor resultante no podrá exceder el cien por ciento del valor de los créditos transferidos al patrimonio autónomo, junto con el de sus correspondientes intereses.

²⁶ 1. Porcentaje de cartera castigada durante los tres últimos años, las estadísticas se tomarán desde la fecha de la generación del castigo, a menos que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de créditos, en cuyo caso se tomarán índices del mercado fundados en estudios, debidamente realizados por el originador y que sean aceptados por la Superintendencia de Compañías. 2. Porcentaje de cartera total morosa no castigada, que presenta morosidades de treinta, sesenta o noventa días, de los últimos tres años; los datos se deberán tomar desde la fecha de inicio de la morosidad; 3. Clasificación de cartera en cuanto a montos y plazos, considerando el siguiente detalle: Tasa de interés, tipos de garantías, relación entre el monto del crédito y el monto de la garantía; 4. Existencia de garantías y coberturas que amparen los créditos; 5. Determinación de los flujos futuros que generará la cartera, por un período que deberá ser igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización; 6. Elementos considerados para otorgar el crédito originador de la cartera, tales como el tiempo de vinculación del cliente con la entidad; 7. Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser el caso; y, 8. Análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros de la cartera, en escenarios pesimista, moderada y optimista; con indicación de las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios. Estos análisis deberán sustentarse debidamente.

Toda la información en relación al índice de siniestralidad es determinada por el Estructurador Financiero, mediante su informe el cual es emitido de forma previa al contrato de Fideicomiso.

2.5.1.2 Titularización de Inmuebles

Es posible aportar al patrimonio del Fideicomiso, un activo inmobiliario, libre de gravámenes y al día en el pago de impuestos, tasas y contribuciones.

A partir de este patrimonio se puede emitir valores de participación, de contenido crediticio (VTC) o mixto. Este tipo de activos necesitan someterse a disposiciones adicionales, de acuerdo con el Art 154 de la Ley de Mercado de Valores²⁷.

En vista de que el inmueble es el activo titularizado, se necesita garantizar el buen estado del mismo, motivo por el cual debemos contar con una póliza de seguro adicional que recaiga sobre el inmueble.

El Consejo Nacional de Valores, determina que el valor máximo para la emisión de títulos en este caso será del 90%, correspondiente a la proyección de flujos futuros que pueden ser obtenidos por el inmueble. A este valor se le descontará la tasa, que no podrá ser menor a la tasa activa referencial del Banco Central. El cálculo de esta tasa tendrá una vigencia de 30 días.

2.5.1.3 Titularización de Proyectos Inmobiliarios

El objetivo es obtener fondos para el desarrollo de un proyecto inmobiliario, no pueden emitirse valores de crédito (VTC), solamente de participación (VTP) y mixtos. Se aporta el

²⁷ a) Determinar el índice de desviación; b) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores producto de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley; c) Obtener una certificación del registro de la propiedad correspondiente, de que sobre los inmuebles objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil; y, d) Contar con dos avalúos actualizados (hasta seis meses anteriores a la solicitud de la autorización de oferta pública), los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

proyecto inmobiliario en sí. Con este tipo de activos únicamente se puede emitir valores de participación o mixtos.

Al igual que en los casos previos, cuando se titulariza un proyecto inmobiliario la Ley de Mercado de Valores exige requisitos adicionales para que proceda su aprobación²⁸.

La titularización de proyectos inmobiliarios podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo proyecto hasta por el monto que fije el Consejo Nacional de Valores, para el segmento correspondiente. El monto de la emisión no podrá ser superior al 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario.

De acuerdo con la información disponible en la Bolsa de Valores de Quito, se demuestra que los proyectos inmobiliarios como activo para emisión de valores no son frecuentes, y se debe a la dificultad para la ejecución del mismo y el tiempo que implica el desarrollo del proyecto inmobiliario.

Puede generarse confusión entre la titularización de inmuebles y proyectos inmobiliarios, pero entre los dos tipos de fideicomisos de titularización radican básicamente las siguientes diferencias:

1. En el primero se aporta necesariamente un inmueble, mientras que en el segundo cuando hablamos del desarrollo del proyecto inmobiliario aquel no es necesario;
2. El valor máximo a titularizar en el primer caso es el 90% de los fondos que se consideran proporcionará el inmueble, menos la tasa correspondiente, y en los proyectos inmobiliarios el máximo será el 100% del presupuesto total del programa.

²⁸ a) Determinar el índice de desviación; b) Presentar un estudio técnico económico del proyecto; c) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto; d) Presentar la programación de la obra; e) Presentar el presupuesto de la obra; f) Obtener una certificación de los constructores que acrediten experiencia en proyectos similares; g) El constructor deberá constituir y mantener en favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos; n) Que la obra cuente con un fiscalizador de amplia trayectoria; o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto; y, p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley.

3. En el proyecto inmobiliario no cabe la posibilidad de emitir valores de contenido crediticio, mientras que en la titularización de un inmueble, si pueden emitirse esta clase de valores.

Caso Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Hotel Ciudad Del Río”

Fideicomiso cuyo originador es Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A., en la cual el aporte es el proyecto inmobiliario “Hotel Ciudad del Río”. La titularización asciende a los 24’000.000.

Los títulos son de participación y el valor individual de los mismos es de USD \$5000, el proyecto debería llevarse a cabo en el Puerto Santa Ana, en un terreno de aproximadamente 7 hectáreas, ubicado frente al Río Guayas. La construcción básicamente consiste en levantamiento del Hotel, parqueaderos y local.

Tiene como agente de manejo a Fiducia S.A. De acuerdo con el prospecto de oferta pública, se determina que el mismo se proyecta en tres fases: a) Cumplimiento del punto de equilibrio b) el desarrollo del proyecto y su construcción hasta antes de iniciar la operatividad del Hotel, y; c) Inicio de operaciones de Hotel Ciudad del Río.

Las operaciones del Hotel serán delegadas, porque como se había hecho referencia anteriormente el Agente de Manejo puede delegar las actividades que requieren de experticia, la cual no posee la Administradora.

2.5.1.4 Titularización de Flujos de Fondos en General

Las normas referentes a este activo susceptible de titularización se encuentran determinados en el Art. 156 de la Ley de Mercado de Valores, y el mismo cuerpo legal cuenta con exigencias adicionales²⁹ para el presente caso.

²⁹ a) De ser aplicable, contar con dos avalúos practicados, hasta de fecha de 6 meses antes de la solicitud de oferta pública; b) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen; c) Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos.

La emisión de estos títulos con cargo a flujos en general podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, dicha emisión podrá hacerse hasta por el monto autorizado.

Los flujos que se pueden titularizar son generados por bienes existentes o se espera que existan, en caso de ser futuros se requerirá de información histórica de tres años atrás más una proyección por el tiempo que durará la emisión de los títulos. De no contar con la información histórica se considera el desenvolvimiento financiero y económico proyectado, por los estudios de estructuración.

En caso de bienes que existen, serán objeto de titularización hasta por el 90% del valor proyectado, descontando la tasa de interés correspondiente, mientras que en caso de ser flujos futuros, la emisión no puede ser mayor al 50% del valor presente de los flujos proyectados, descontando la tasa correspondiente, antes mencionada. Los originadores, en caso de flujos futuros de bienes que se espera existan, deben inscribirse en el Registro de Mercado de Valores, como requisito para la solicitud de la oferta pública.

En caso de ser flujos futuros de fondos, que transfiere no se podrá hacerlo con condición resolutoria o suspensiva. El derecho que se transfiere en este tipo de proyectos se conoce como Derecho de cobro sobre los flujos futuros, el cual por supuesto debe ser de propiedad del originador.

La titularización de flujos futuros se da con mucha frecuencia en Ecuador permite que empresas comercializadoras de cualquier producto aporten al fideicomiso los ingresos que se espera obtener de las ventas a sus clientes.

Caso Fideicomiso de Titularización Sindicada De Flujos Deli-Shemlon

Los flujos que fueron aportados al patrimonio autónomo son los activos provenientes de las ventas que realizaban los locales de DELI INTERNACIONAL S.A.; y, SHEMLON S.A.

Dentro de las ventas efectuadas por cada empresa, no todos los valores se encuentran fideicomitados, sino únicamente los cancelados con tarjetas de crédito: Visa, Martercard y American Express. Los ingresos proyectados de acuerdo al informe financiero ascendían

aproximadamente a USD \$20'000.000 y la titularización se hizo por el monto de USD \$7'000.000.

Como flujos adicionales en caso de que los aportados no sean suficientes se aportarían los valores cancelados con la tarjeta Diners Club.

Como puntos directamente relacionados con los activos susceptibles de titularización a continuación me permito detallar los índices de siniestralidad y desviación.

Casos similares con respecto de los activos titularizados a través de Fideicomisos Mercantiles son Nestlé, Artefacta y Decameron Ecuador; aportando el derecho de cobro sobre sus ventas futuras al proceso para respaldar la emisión de los valores.

2.5.1.4.1 Índice de Desviación

Para los casos de titularización de flujos de fondos en general, inmuebles y proyectos inmobiliarios, se fijará el índice de desviación.

CRCNV, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Art. 15: Para el efecto, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales desviaciones de la generación de flujos futuros de fondos.³⁰

CRCNV, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Art. 15:

Tratándose de titularización inmobiliaria, el índice de desviación de flujos se calculará, al menos, sobre la base de la desviación estándar de los flujos generados durante los últimos treinta y seis meses. En caso de no existir información histórica por tratarse de nuevos

³⁰1. Costos y gastos de mantenimiento de los inmuebles de los últimos tres años y proyección. 2. Utilidad operacional y utilidad neta de los tres últimos años y proyección. 3. Ingresos adicionales previstos dentro del período de vigencia de la emisión de los valores desde de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo, respectivamente. 4. Otros costos y gastos adicionales del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo previstos para los tres años siguientes, contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo. 5. Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser del caso. 6. Información estadística de los últimos tres años, respecto de la generación de flujos de fondos del patrimonio autónomo o independiente. Si la generación de los flujos de fondos es menor a tres años, las estadísticas se tomarán desde la fecha de inicio del flujo. 7. Proyección de la capacidad de generación de flujos de fondos para un período no inferior al de la vigencia de la emisión. 8. Demostración de la existencia de garantías y coberturas que amparen los bienes objeto de la emisión de valores derivados de una titularización e idoneidad de las mismas.

inmuebles, proyectos inmobiliarios o flujos de fondos en general, se realizará un análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros.

El análisis de sensibilidad se estimará en tres escenarios: pesimista moderado y optimista. Sobre la base de los índices de desviación en cada uno de los tres escenarios, antes mencionados, se calculará el índice de desviación promedio ponderado.

El grado de desviación de los flujos de fondos deberá, ser revisado con la periodicidad que el agente de manejo estime necesario, durante el período de vigencia de los valores derivados de una titularización.

El Consejo Nacional de Valores, señala otra limitación en relación al monto a emitirse, el cual no puede ser superior al 200% del patrimonio del originador, a no ser que se establezca una garantía de al menos 120% correspondiente. En el caso de Instituciones Financieras la emisión no podrá ser superior al 50% de su patrimonio técnico.

2.5.2 Intervinientes

Si bien el Fideicomiso de Titularización es tripartito, existen otros intervinientes esenciales a lo largo de su desarrollo.

A criterio del Argentino Horacio Crespo, en el proceso de securitización aparecen actores principales y secundarios. Entre los principales cita al originante, agente, vehículo, vehículo especial, fondo de crédito, sociedad de inversión, tomador, inversor. A su vez entre los secundarios, el autor en su trabajo de investigación titulado “El proceso de securitización su tratamiento fiscal”, refiere al administrador, depositario, calificador, garante, financista (...) ³¹.

De acuerdo a la Superintendencia de Valores de Colombia, en el proceso de titularización interviene: La originadora, el agente de manejo, la administradora y la colocadora.

En el Fideicomiso de Titularización, en la legislación ecuatoriana actúan varias partes adicionales, cada uno con distintas atribuciones y obligaciones, dentro del proceso de emisión, colocación y pago de valores. Dichos interventores se encuentran contemplados en

³¹ CEVALLOS, Víctor, *Mercado de Valores y Contratos Tomo II*, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito, 1998, pág. 248.

la Ley de Mercado de Valores y Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

2.5.2.1 Originador

Hace las veces de constituyente, es decir, aporta bienes al patrimonio autónomo, para posteriormente titularizar esos bienes. Puede ser persona natural o jurídica, pública o privada, nacional o extranjera.

Es la persona o entidad que tiene activos movilizables, (...), caracterizados normalmente porque se trata de activos de lenta rotación, como puede ocurrir con la cartera a alto y mediano plazo o activos inmovilizados como suelen ser los inmobiliarios, o meras expectativas derivadas de la capacidad operacional de la empresa, en virtud de la cual espera recibir ingresos en el futuro derivadas de su actividad.³²

La responsabilidad directa de los originadores recae básicamente en garantizar el buen estado de los bienes al momento de su aporte al Fideicomiso, y más aún en cumplir con el aporte de los activos que sean necesarios para cumplir con el pago de los pasivos (capital e intereses) a favor de los inversionistas, propietarios de los títulos emitidos (VTC, VTP o mixtos).

2.5.2.2 Agente de Manejo

“Es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos”³³

Rodríguez Azuero señala con respecto del agente de manejo lo siguiente:

Entre las principales obligaciones que asumen, como su nombre lo indica, están las de obtener las autorizaciones estatales requeridas, emitir y colocar en el mercado los documentos resultantes, y

³² RODRIGUEZ AZUERO, Sergio, *Negocios Fiduciarios su significación en América Latina*, Colombia, Legis Editores S.A., 2005, pág. 508.

³³ CEVALLOS, Víctor, *op. cit.*, pág. 248.

responder frente a terceros con la gestión del patrimonio y con el producido del mismo por el pago, tanto de los rendimientos como del capital, llegado el momento de su redención³⁴.

El administrador, o Agente de Manejo, rol desempeñado por la Administradora de Fondos y Fideicomisos, en base a lo dicho, está encargado de:

- ✓ Obtención de permiso de emisión y oferta pública de Títulos por parte de la Superintendencia de Compañías;
- ✓ Verificar que la información sea verídica y que los procesos previos a la titularización se ejecuten conforme a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores;
- ✓ Administrar los bienes aportados al patrimonio autónomo;
- ✓ Colocar los valores en oferta pública.

Aspecto que siempre requiere de énfasis, es en relación a la responsabilidad del Agente de Manejo, la misma es de medio y no de resultado, a no ser que en su administración se produzcan hechos generados por dolo o culpa (debidamente demostrada) entonces si hablaríamos de responsabilidad que podría dar lugar a indemnizaciones de acuerdo a lo resuelto por el Consejo Nacional de Valores.

El Art. 139 de la Ley de Mercado de Valores aclara que la recepción de los activos aportados al patrimonio autónomo, la obtención de las autorizaciones para la oferta pública y la emisión de los títulos; son actividades que bajo ningún concepto pueden ser delegadas. En caso de que el contrato de constitución de Fideicomiso lo permita se pueden delegar sus atribuciones, sobre todo si las mismas requieren de conocimientos técnicos para su buen desarrollo, conocimientos y experiencia que con la que no cuenta la Fiduciaria. Adicionalmente, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, exige que aquellas Administradoras de Fondos y Fideicomisos que deseen actuar como agentes de manejo deban actualizar sus manuales operativos internos y justificar que cuentan con los

³⁴ RODRIGUEZ AZUERO, Sergio, *op. cit.*, pág. 509.

recursos necesarios (técnicos y de infraestructura) para llevar a cabo el papel de administrador en procesos de Titularización.³⁵

Constituye además obligación para el agente, la notificación de las personas que conforman parte del Comité de Vigilancia a la Superintendencia de Compañías; y, convocar a dicho Comité cuando el ejercicio de negocio así lo exija, o a la Asamblea de Inversionistas.

Las obligaciones del Agente de Manejo se encuentran determinadas en la Ley de Mercado de Valores, Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores y Reglamentos sobre titularización aplicable a originadores de Derecho privado, pero en base a los lineamientos de estas normas en el contrato de Fideicomiso y Reglamento Interno, se debe detallar de forma específica la forma y los procesos que debe llevar a cabo la Administradora para la ejecución de sus atribuciones.

El agente de manejo puede renunciar conforme las regulaciones de la Ley de Mercado de Valores y únicamente una vez que la Superintendencia apruebe dicha renuncia.

2.5.2.3 Comité de Vigilancia

De acuerdo con las exigencias del Consejo Nacional de Valores, puede estar conformado por los inversionistas, debe contar con mínimo tres miembros (Art. 139 inciso 7), que no tengan relación con el agentes de manejo u originadores, directa o indirectamente.

³⁵ El Consejo Nacional de Valores exige como requisitos mínimos en los manuales operativos internos de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, los siguientes puntos: 1. Contar con procedimientos para la emisión, transferencia y redención de los valores; 2. Establecer procedimientos de control de los flujos de fondos para el pago de K, intereses o rendimientos financieros, o derechos de contenido económico a los tenedores de los valores emitidos con cargo al patrimonio de propósito exclusivo; 3. Establecer procedimientos de administración, control y custodia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, que son generados de los flujos futuros determinables, sea de fondos o de derechos de contenido económico; 4. Implementar sistemas de control de los mecanismos de garantía; 5. Contar con sistemas de control y manejo de información con las personas a quienes se hubiere delegado, alguna de las funciones que conforme la Ley de Mercado y el contrato, se lo permitan; 6. Mantener procedimientos de control para la liquidación del negocio fiduciario o fondo colectivo que se utilice como mecanismo de titularización; 7. Contar con procedimientos para verificar que la información entregada por el originador sea veraz y fidedigna; y, 8. Mantener procedimientos de administración y control de los pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del proyecto.

La labor del comité es fiscalizar las actividades del agente de manejo Art. 152 de la Ley de Mercado de Valores, las cuales deben estar bajo los parámetros señalados en la Ley, el contrato y el reglamento de gestión. Así como cerciorarse de que el Agente de Manejo comunique oportunamente su conformación a la Superintendencia de Compañías.

En Colombia es de carácter imperativo contar con un Representante de los Tenedores de Bonos, que funja la labor de lo que nosotros designamos como Comité de Vigilancia y tenga como propósito velar por los intereses de los inversionistas.

La principal función del comité, sin lugar a dudas es fiscalizar, pero con el propósito de comunicar a la Asamblea de Tenedores.

En ocasiones la conformación del Comité tiene sus complicaciones, las cuales surgen en ocasiones por una mala administración. Me permito hacer referencia a la Titularización de Flujos Pescasur, en el cual se aportó el derecho de cobro por las ventas a 3 de los principales clientes del originador, el Agente de Manejo pese a haber convocado a los inversionistas varias ocasiones, el Comité no logró constituirse y cuando finalmente lo logró, la calificación de riesgo según Humpheys S.A., no era favorecedora, por lo que los inversionistas decidieron ejecutar las garantías del Fideicomiso y darlo por terminado.

2.5.2.4 Calificadora de Riesgos

Son compañías especializadas que, en teoría, realizan análisis técnico e independiente sobre la calidad del riesgo crediticio de un emisor o de un valor. Las categorías de calificación que emiten permiten a los inversionistas diferenciar fácilmente los niveles de riesgo y tomar decisiones según sus requerimientos. Esta última puntualización es necesaria porque una calificación de mayor riesgo no siempre es peor: Se la difunde para que quienes realicen transacciones con la institución o producto conozcan el riesgo que asumen³⁶.

Como su nombre lo indica, este interviniente está encargado de calificar el riesgo los valores emitidos y de los bienes que sustentan tal emisión, señalan el nivel de seguridad que los mismos proporcionan, la calificación de los títulos a emitirse y del proceso en general. Esta información está dirigida a los promitentes inversionistas sobre el negocio emprendido para

³⁶ MENDEZ PRADO, Mariela, *Calificadoras de Riesgo en el Ecuador*, Revista Gestión, No. 171, Quito, pp. 56-61.

que cuenten con una visión bastante amplia sobre el negocio en el cual desean participar. La calificadora de riesgo, además debe ejecutar una auditoría externa para fundamentar de forma correcta la calificación que establezca.

De acuerdo al Consejo Nacional de Valores, la calificación de riesgo es:

Es la opinión especializada emitida por una entidad autorizada para el efecto, mediante la cual se determina la probabilidad de cumplimiento del emisor en el pago de capital y de intereses de los valores emitidos. Por convención, la calificación es otorgada de acuerdo a una escala predeterminada, siendo el grado máximo de la escala el que representa menor riesgo de incumplimiento de pago, y el mínimo el que mayor riesgo ofrece³⁷.

Por supuesto de la mano de la producción de flujos viene la posibilidad de que los mismos cumplan con las obligaciones adquiridas en el contrato de emisión, tanto con inversionistas como con terceros. Para determinar el riesgo la calificadora analizará la información financiera no solo de los activos que serán titularizados, sino también de la estructura financiera del originador y demás factores que puedan influir en el proceso de emisión de los valores, para lo cual debe considerar todos los puntos que exige La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.³⁸

Una vez estudiada la información por parte de la Calificadora de Riesgo, se puede establecer siete distintas categorías:

Categorías	Significado
------------	-------------

³⁷ Valoración a Precios de Mercado de Valores de Contenido Crediticio, Art. 1, RO 567 18 de Abril de 2005

³⁸ La capacidad de los activos aportados, para producir flujos, y la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados y su valoración; Legalidad de la transferencia a favor del patrimonio del fideicomiso, en relación con la información que le proporcione: el originador, el agente de manejo y el contrato; Estructura administrativa y técnica del agente de manejo, posicionamiento en el mercado y experiencia; Punto de equilibrio determinado; En caso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera existan: Calificación del personal del originador, forma de planificación y administración; Consideraciones de riesgo en el originador, con respecto de escenarios económicos o legales negativos; análisis del índice de desviación; En caso de cartera también se requerirá: Información estadística, contable y matemática vinculada con los flujos futuros de la cartera; descripción del tipo de cartera y su valoración; índice de siniestralidad; procedimiento empleado para la medición del calce de flujos y los mecanismos de control; Para inmuebles: cálculo de índice de desviación y avalúos efectuados; Para proyectos inmobiliarios: Informe de factibilidad y mecanismos usados dentro del mismo; cálculo del índice de desviación, información sobre los avalúos, mecanismos de valoración y seguridad de los valores que incorporen derechos o alícuotas de participación sobre el patrimonio; garantías adicionales requerida en este caso.

AAA	Excelente capacidad de generar flujos
AA	Muy buena capacidad de generar flujos
A	Buena capacidad de generar flujos
B	Tiene capacidad de generar flujos
C	Mínima capacidad de generar flujos
D	Casi no tiene capacidad de generar flujos
E	No tiene capacidad de generar flujos.

Tabla 1: Categorías de Riesgo

De acuerdo con el proyecto de reforma a la Ley de Mercado de Valores en su Art.63, se establece como prohibición a las Calificadoras es proporcionar sus servicios por más de tres años al mismo objeto de calificación. En este sentido el Fideicomiso de Titularización en caso de que estas reformas sean aprobadas debería contemplar la renovación de la calificadora en caso de que se supere los 3 años.

Actualmente la calificación será actualizada de forma periódica de acuerdo a lo que se determine en el contrato de Fideicomiso, para lo cual el agente de manejo u originador deberá entregar la información necesaria para la nueva calificación. El caso Pescasur nuevamente sirve de ejemplo, en este caso la calificación en un principio fue AAA, pero posteriormente fue reemplazada por “Calificación de riesgo en observación”. Este ejemplo, nos muestra la importancia de la calificación para continuar con el proceso de Titularización, considerar si es prudente ejecutarlo o no.

De igual forma existen casos en los cuales los procesos cuentan con más de una Calificadora de riesgos, con el propósito de tener más seguridad y control sobre el desarrollo del activo aportado.

En el caso de Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador, que asciende al valor de 70´000.000,00; el activo titularizado es el derecho de cobro sobre las ventas efectuadas a sus principales clientes (Fybeca, Supermaxi, Almacenes Tía, etc.), por el tamaño del proceso y la cantidad de capital a colocarse a través de títulos, se designó como Calificadoras a: Humphreys S.A., y BankWatch Ratings S.A.

2.5.2.5 Estructurador Financiero

El estructurador financiero, es el encargado del análisis del desarrollo de los activos a titularizarse, para lo cual emitirá un informe sobre las proyecciones pertinentes, a corto y largo plazo, considerando las distintas variables que puedan afectar o favorecer a dichos activos.

La calidad del estructurador se ve en actuaciones previas a la celebración del contrato de constitución, mediante la emisión del informe correspondiente, dentro del informe financiero se determina el índice de desviación o siniestralidad según el activo titularizado, para en base a éste constituir las garantías.

El colocador puede estar a cargo de la misma entidad que actúa como estructurador financiero, pero la colocadora siempre debe ser una Casa de Valores.

2.5.2.6 Estructurador Legal

El trabajo del estructurador legal es asesorar con respecto del procedimiento a seguir y controlar que no existan inconvenientes o formalidades omitidas sobre la legalidad de los permisos obtenidos, estructura del fideicomiso, emisión de los valores, es decir asegurar que todo el proceso se lleve a cabo de forma transparente y correcta, conforme la normativa legal vigente, para que omisiones no obstaculicen la titularización o generen su nulidad como contrato o negativa por parte de la Superintendencia de Compañías a la hora de su aprobación.

Esta calidad generalmente recae sobre la misma Administradora de Fondos y Fideicomisos, pero así también puede ser ostentada por otra empresa que sea un Estudio Jurídico, esto deberá ser detallado en el contrato de constitución. Se puede designar como estructurador legal a una persona natural, siempre que sea Abogado o Doctor en Jurisprudencia, esto está condicionado a la voluntad del originador.

2.5.2.7 Inversionistas

Los inversionistas, son quienes deciden adquirir los valores emitidos por el Fideicomiso de Titularización, y quienes obtendrán réditos por dicha adquisición, los mismos que

considerarán la información del prospecto de oferta pública a la hora de decidir sobre la compra de los valores emitidos.

Los inversionistas deben reunirse en Asamblea, conforme lo establecido en el contrato de Fideicomiso, es decir: frecuencia, competencia para convocarlos, el quórum de instalación y para toma de decisiones.

El Art. 148 inciso 2, exige que el contrato contemple el procedimiento a seguir en caso de que los valores a cancelarse a los inversionistas no sean cobrados por los mismos hasta después de 6 meses de haberse generado la obligación de pago, por supuesto el Consejo Nacional de Valores establece ciertas regulaciones en relación a la consignaciones que corresponderían bajo estas circunstancias.

Los inversionistas también cuentan con atribuciones como decidir la ejecución del Fideicomiso en caso de considerarlo la mejor opción, por supuesto respetando las condiciones establecidas en el contrato.

2.5.2.8 Agente de Pago

Generalmente esta función la lleva a cabo el mismo agente de manejo, pero puede ser otra institución financiera designada por la Administradora y controlada por la Superintendencia de Bancos.

Tanto en el “Fideicomiso de Titularización de flujos futuros-Productos la Fabril” como en “Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros Generados en Derechos de Cobro Interagua”, la calidad de agente pagador la ostenta el Banco de Guayaquil S.A.

El agente pagador no podrá formar parte del Comité de vigilancia, en el contrato de constitución se detallaran los parámetros bajo los cuales se efectuaran los pagos, y la forma en la cual los originadores llevaran a cabo la entrega de valores para posteriormente cancelar dichos valores a los inversionistas.

Fideicomiso Primera Titularización De Flujos Automotores y Anexos (USD\$ 15'000.000,00)
--

Originador	AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A.
Agente De Manejo Y Pago	Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A.
Comité De Vigilancia	Corporación Financiera Nacional como Presidente Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social como Vicepresidente Banco Pacifico S.A., como Secretario
Calificadora De Riesgos	PCR - Pacific Credit Rating
Estructurador Financiero Y Colocador	Casa de Valores PRODUVALORES S.A.
Estructurador Legal	Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A.
Inversionistas	Tenedores de los valores emitidos de acuerdo con el siguiente detalle: Personas naturales: USD \$6'046.000,00 Personas Jurídicas: USD \$25.000 Sistema Financiero: USD \$8'929.000,00

Tabla 2. Intervinientes en Fideicomiso Primera Titularización Automotores y Anexos

De acuerdo con el Art. 55 del Proyecto de Ley reformatoria a la Ley de Mercado de Valores podrán actuar como Agente de Pago los Depósitos de Compensación y liquidación de valores.

2.5.3 Contrato de Fideicomiso de Titularización

El contrato de constitución de Fideicomiso de Titularización debe contener varias cláusulas que regulen su correcto funcionamiento, dentro del presente estudio, al ser el contrato la fuente de generadora de obligaciones y derechos de los Inversionistas, titulares de valores de contenido crediticio (VTC), de participación (VTP) o mixtos según corresponda, se efectuará un análisis al contenido del mismo.

En base a las consideraciones del Consejo Nacional de Valores; y, teniendo como referencia varios contratos de titularización y prospectos de oferta pública, el contenido del contrato de Fideicomiso Mercantil correspondiente debe contener la siguiente información:

Como factor común a todos los contratos, necesariamente se deben detallar los comparecientes (calidades bajo las cuales actúan) y los antecedentes que sean pertinentes, de forma singular se presentan:

2.5.3.1 Denominación del fideicomiso

De acuerdo al Art. 109 de la Ley de Mercado de Valores, en el contrato constitutivo se debe señalar un Nombre. Cada fideicomiso debe contar con un nombre que lo distinga de otros constituidos y que lo diferencie de los mismos, como sabemos el Fideicomiso es una persona jurídica independiente y como tal requiere un nombre. Se recomienda que el nombre empleado no tenga similitudes con otros que se encuentren bajo el manejo de la misma Fiduciaria a la cual delegarán la administración los originadores.

2.5.3.2 Obligaciones de la Fiduciaria o Agente de Manejo

Se debe detallar de forma clara y específica qué labores serán cumplidas por la Fiduciaria para limitar su responsabilidad y por supuesto exigir el cumplimiento de las mismas. Dentro de las principales se encuentra celebrar los distintos contratos con la Calificadora de Riesgos, Auditora Externa, Agente pagador, Casa de Valores, Estructurador legal y financiero, en general la celebración de los contratos que sean pertinentes para el fiel cumplimiento del objeto del contrato. Así también se señala el llevar la contabilidad del Fideicomiso y presentar los informes correspondientes a los originadores, inversionistas y Entidades de Control. Convocar a la Asamblea de Inversionistas o al Comité de Vigilancia. No puede ser omitido el determinar el monto de los honorarios de la Fiduciaria y que la misma elabore el Reglamento de gestión y el prospecto de oferta pública.

El cómo se llevarán a cabo las obligaciones arriba detalladas es un aspecto crucial, los cuales deben ser estipulados de forma específica en el contrato, para evitar vacíos que puedan permitir abusos no sólo de la fiduciaria sino de cualquiera de los intervinientes.

2.5.3.3 La responsabilidad de la Fiduciaria es de medio no de resultado

Este punto se refiere a la limitación de la responsabilidad de la Fiduciaria. El agente de manejo no puede asegurar el éxito del Fideicomiso a los originadores o inversionistas, su responsabilidad se basa en la debida diligencia en lo que respecta a la ejecución de sus obligaciones, mas no a los resultados que el proceso pueda arrojar.

2.5.3.4 Originadores

Dentro del contrato se debe especificar las personas que aportan al fideicomiso los activos susceptibles de titularización. Con obligaciones como proveer de la información pertinente para el inicio del proceso de Titularización o si así se acuerda y deja constancia en el contrato, cubrir los pasivos que sean con terceros (no inversionistas) en caso de que los flujos del Fideicomiso destinados para tal efecto no sean suficientes. Registrar en su contabilidad una cuenta por pagar a favor del Fideicomiso es otra obligación determinada en el contrato que no debe ser omitida. Si existen varios originadores, se puede señalar que cuando uno de ellos tenga déficit el otro puede cubrir ese valor, mismo que será compensado por el originador que lo necesitaba.

2.5.3.5 Declaración expresa

Los originadores deben de forma expresa declarar que los bienes aportados se encuentran libres de gravámenes; así como establecer que éstos han sido obtenidos de forma lícita, esta declaración se efectúa con el propósito de establecer la licitud del objeto del contrato. Adicionalmente dejar claro que el aporte de los mismos no contravienen estatutos o contratos y no se requiere de autorización para celebrar el contrato de Fideicomiso. La fiduciaria puede comprobar que en efecto dichas declaraciones sean verdaderas, solicitando la información que considere pertinente conforme lo permite la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores y en la forma en que se detalle en sus manuales de manejo interno.

2.5.3.6 Aporte a título de fideicomiso mercantil

Dentro del contrato se necesita especificar cuál es el activo a titularizarse, posteriormente podemos ver qué tipos de activos pueden ser aportados y valorados para el proceso correspondiente. El mismo debe ser suficiente para el pago de los valores emitidos y los intereses acordados sobre los mismos.

2.5.3.7 Auditoría Externa

Se designará el Auditor Externo de acuerdo a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores. Puede ser reemplazado conforme lo disponga el originador o quien se determine en el contrato. El informe de Auditoría Externa deberá contar con la información mínima conforme lo solicita la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en el capítulo IV sobre Auditoras Externas, sección I, artículos 6 y 15.

2.5.3.8 Características de títulos y su valoración

Dentro de la Escritura pública con respecto de los títulos a ser emitidos se debe detallar su nombre y naturaleza, es decir valores de contenido crediticio, participación o mixtos (VTC, VTP o Mixtos) la moneda en la que se van a emitir y cancelar, además de las siguientes características como información básica:

<u>Características</u>	<u>Ejemplo</u>
Monto total de la titularización	USD \$35'000.000
Series	Tres series: A; B; y C
Valor unitario de título	USD \$25.000
Monto y serie	Serie A: 15'000.000 Serie B: 10'000.000 Serie C: 10'000.000
Forma de pago de Capital	Semestral
Forma de pago de Intereses	Semestral
Tasa de Interés	Serie A: 7% Serie B: 7% Serie C: 8%

Plazo	1080 días primera serie desde su emisión
--------------	--

Tabla No 3: Características de los valores Fideicomiso de flujos futuros Deli Shemlon.

Los valores e información detallados en la Tabla No. 3, se basarán en el informe pertinente emitido por el Estructurador Financiero previamente contratado. También deben establecerse los parámetros bajo los cuales se actuará en caso de que se genere mora con cualquiera de los intervinientes. Otro aspecto necesario es el plazo por el cual durará la oferta pública y la vigencia de los títulos como tal.

2.5.3.9 Distribución de pagos de Capital e intereses

Se deben detallar los valores a cancelar al Fideicomiso, para cubrir los gastos por concepto de pago de capital e intereses a los inversionistas, el informe del estructurador financiero señalará el cuadro de amortización correspondiente y en caso de existir varios originadores es necesario distribuir los valores a cancelar por cada uno.

2.5.3.10 Mecanismos de garantía

El proceso de Titularización debe contar con una garantía que pueda ser ejecutada cuando los valores aportados no sean suficientes para el pago de las obligaciones con los inversionistas. Como mecanismos que garanticen la compra de los títulos, por parte de los inversionistas, pueden ser: (Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores)

- a) Subordinación de la emisión:** El originador suscribirá una fracción de los valores emitidos, a esta fracción se le imputará el pago de siniestros o faltantes de activos.
- b) Sobre colateralización:** El monto de los activos aportados debe ser superior al valor de los títulos emitidos. La diferencia entre los activos y los valores debe cubrir el índice de siniestralidad.
- c) Exceso de flujo de fondos:** El flujo de fondos producido por los activos titularizados, son mayores a los derechos contenidos en los valores. Este remanente deberá ser destinado a la creación de un depósito de garantía, que en caso de necesitarse se liquidará total o parcialmente.

- d) Sustitución de activos:** Se reemplaza los activos que producen desviaciones, con nuevos iguales o mejores. Los activos que producían las desviaciones, son entregados al originador que aportó los nuevos.
- e) Contratos de apertura de crédito:** El originador puede establecer líneas de crédito a favor del patrimonio autónomo, para resolver problemas de liquidez del mismo. Las líneas de crédito son generalmente cuentas bancarias de las cuales se puede disponer hasta cierto monto.
- f) Garantía o aval:** Sobre bienes del originador se establece una garantía general o específica que estará destinada a reconocer en caso de así requerirlo, los derechos de los inversionistas.
- g) Garantía bancaria o póliza de seguro:** Éstas serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro.
- h) Fideicomiso de garantía:** Se constituye un patrimonio autónomo, cuyo beneficiario serían los inversionistas.

En el contrato también se hará constar la forma y el tiempo dentro del cual se deben constituir dichas garantías a favor del Fideicomiso y si es necesario, la aseguradora en la cual se pueden constituir las mismas cuando el mecanismo escogido así lo requiera.

En la titularización, se puede optar por cualquiera de los mecanismos antes detallados, pero en todos los casos éste debe cubrir al menos el 1.5% del índice de siniestralidad o de desviación. Así también se pueden acoger varios mecanismos de garantía, pero en ningún caso se podrá omitir su existencia.

Adicionalmente a la garantía escogida de entre las señaladas antes, se suele optar por mecanismos de fortalecimiento, éstos son los que entendemos como flujos adicionales que permiten cubrir los gastos que surgen dentro del proceso. Dentro de los mismos se pueden establecer que cuando los flujos generados sean superiores a los esperados y existe un remanente, éste se mantenga como una reserva a ser usado en caso de así requerirlo, o acordar el uso de flujos no aportados pero que solamente serán usados cuando los activos fideicomitidos no abastezcan.

Otra figura empleada en la práctica es el Fondo Rotativo, este fondo no es usado para el pago a los inversionistas, sino pasivos adquiridos con terceros, así no se sacrifican los

activos fideicomitidos en el pago de otros gastos generados, como son: pago de honorarios o pago de impuestos generados.

En el “Fideicomiso de Titularización de flujos futuros-Productos la Fabril”, el mecanismo de garantía, la fiduciaria debe generar un “Fondo de Garantía” de los valores efectivamente comprados y pagados por los mismos inversionistas, pero únicamente por un valor equivalente al 100% de capital para el primer pago.

2.5.3.11 Punto de equilibrio

Esta cláusula es elemental porque marca un límite para iniciar el proceso de titularización, en caso de que se cumple o no con las normas financieras, legales y técnicas. Las normas legales se basan en el cumplimiento de los requisitos y exigencias de la normativa legal, en lo que respecta a las normas financieras éstas estarán orientadas en base al informe del estructurador financiero, en lo referente a las técnicas son características propias de cada proyecto, por ejemplo información de carácter arquitectónicos.

2.5.3.12 Inversionistas:

Deben exigir el pago de los títulos que adquirieron, y como obligaciones reunirse en Asamblea, cuando ésta sea convocada y designar o remover a los integrantes del Comité de Vigilancia.

2.5.3.13 Fin del Fideicomiso

Como ya sabemos y se aclaró en el primer capítulo el fideicomiso debe contar con un fin determinado, el mismo puede ser variado, como proyectos de reestructuración o en busca de capital de trabajo. Este fin debe ser señalado por los originadores, quienes además son los beneficiarios de los ingresos obtenidos por los valores colocados en el mercado.

2.5.3.14 Sustitución o renuncia de la Fiduciaria

En el contrato de constitución de Fideicomiso, se debe señalar, las causas por las cuales se sustituirá a la Fiduciaria y que agente de manejo la reemplazará. También es importante señalar las causas por las cuales puede renunciar la misma.

2.5.3.15 Asamblea

Se refiere a los inversionistas y las decisiones sobre las cuales tienen voto dentro de la titularización, de igual forma en el contrato se debe detallar la forma en que se convocará a ésta y el quórum con el cual se puede instalar. Es necesario estipular cuál es el porcentaje de inversionistas o capital comprado para tomar decisiones.

2.5.3.16 Comité de vigilancia

Se debe dar atribuciones al comité de vigilancia, la cual debe fiscalizar el proceso de fiscalización, también puede convocar a la Asamblea de inversionistas.

2.5.3.17 Convocatorias

Se refiere a los llamados dirigidos a la Asamblea de Inversionistas o al Comité de Vigilancia, en el caso Fideicomiso De Titularización Sindicada De Flujos Deli-Shemlon, de acuerdo con el contrato celebrado, se deben realizar en un periódico de gran circulación, con al menos 8 días de anticipación sin contar el día de la convocatoria o el día en que se reunirá la Asamblea correspondiente. Se debe señalar cómo se procederá en caso de no contar con el quórum de instalación en la primera convocatoria, para la segunda y hasta tercera ocasión.

2.5.3.18 Reformas

Esta cláusula se refiere a la forma cómo se llevarán a cabo las reformas y sobre todo de quien se requerirá la autorización, generalmente solo se necesita de los originadores y el agente de manejo para celebrar una reforma al contrato inicial de Fideicomiso. Bajo ciertas circunstancias se puede establecer que es necesaria la aprobación de la Asamblea o del Comité de Vigilancia, lo cual debe ser detallado en el contrato.

2.5.3.19 Políticas

Se hace mención a las políticas de pago, de emisión de valores, de recaudación de flujos, etc., los cuales pueden no ser detallados sino solo hacer referencia a éstos los cuales serán incluidos en el Reglamento de Gestión.

2.5.3.20 Exclusión de responsabilidad

Conforme las disposiciones de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en cada contrato de Fideicomiso Mercantil se debe incluir la cláusula señalando que la Superintendencia de Compañías y el Consejo Nacional de Valores no tienen responsabilidad sobre los procesos, en este caso de titularización.

2.5.3.21 Terminación y liquidación de Fideicomiso

Determinar las causales por las cuales se concluirá el contrato, conforme lo establecido en la Ley de Mercado de Valores o lo que se detalle en el contrato de constitución de Fideicomiso; y, las reglas mediante las cuales se compensarán los activos y pasivos del Fideicomiso. Se puede dejar sin efecto el contrato entre los originadores y la Fiduciaria si los valores no han sido colocados, o en caso de que los mismos ya cuenten con titulares se puede concluir con la aprobación de todos los inversionistas. El tiempo dependerá de los activos titularizados.

2.5.3.22 Varios

Es necesario también detallar como se designarán y contratarán a los estructuradores o agente pagador, en caso de que éstos no concluyan sus labores en el proceso de titularización. Así también detallar de forma clara quienes son los estructuradores y calificadora de riesgos. Es importante mencionar que el Agente de Manejo puede hacer las veces o no de Agente Pagador.

2.5.3.23 Habilitantes

Con documentos habilitantes además de los convencionales como documentos de identificación o poderes para comparecer a nombre de terceros, se requiere de los siguientes documentos:

2.5.3.23.1 Reglamento Interno o de Gestión

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores³⁹ exige la creación de un Reglamento Interno, asimismo la Ley de Mercado de Valores en su Art 158. El fin de este Reglamento consiste en contar con un manual en el que se especifiquen las reglas que rigen las relaciones entre los distintos intervinientes de fideicomiso.⁴⁰

Este Reglamento debe ser instaurado, antes de la celebración de la Escritura Pública de constitución del Fideicomiso Mercantil, porque comprende uno de los documentos habilitantes para la legalización de la misma y sobre todo establece de forma específica los lineamientos en base a los cuales actuarán cada uno de los intervinientes de la Titularización.

2.5.3.23.2 Informe Estructurador Financiero

³⁹ Capítulo V Titularización Sección I, Art. 1 y Art.3

⁴⁰ El Reglamento de gestión, debe contener según la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, lo siguiente: 1. Información General sobre la administradora de Fondos y Fideicomisos; 2. Denominación del Fideicomiso; 3. Plazo de duración del Fideicomiso Mercantil; 4. Gastos a cargo del Fideicomiso mercantil; 5. Horarios y comisiones de la administradora de fondos; 6. Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fideicomiso mercantil; 7. Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y la forma de entrega; 8. Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo de vigencia del Fideicomiso; 9. Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el cual se publicarán los informativos a los aportantes del fideicomiso; 10. Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para lo cual deberá presentar la información de sustento con indicación del o de los procedimientos utilizados (Indicación del tipo de activo motivo de la titularización, Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos, partes intervinientes (incluyendo calificadora de riesgo) y sus obligaciones, características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos de los inversionistas, indicación de los mecanismos de garantía a ser utilizados y su ejecución, detalle de la historia de los flujos, forma de determinación de los flujos, metodología utilizada para el cálculo del índice de siniestralidad o de desviación y los cálculos realizados, destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, casos en los que procede la redención anticipada de los valores emitidos, características y parámetros para determinar el punto de equilibrio; Forma, medio y periodicidad para rendir cuantas a inversionistas y ente de control).

Contiene información sobre los activos a ser titularizados, sobre su valoración y si serán suficientes (proyecciones con respecto de los ingresos o incrementos de los activos aportados) para cubrir los pasivos con los distintos inversionistas y en términos generales, determinar si el proyecto es económicamente suficiente y viable. Además de establecer el índice de siniestralidad o desviación según corresponda, para establecer el porcentaje mínimo para la constitución de los mecanismos de garantía.

2.5.4 Autorización para la emisión de Valores de contenido crediticio, participación o mixtos

La Superintendencia de Compañías es la encargada de aprobar y autorizar el inicio del proceso de titularización; inscripción en el Registro de Mercado de Valores, oferta pública. Para contar con este permiso la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en su Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Art. 1., establece que la Superintendencia de Compañías tendrá un plazo de 15 días, una vez ingresada la documentación, para emitir la Resolución aprobatoria.

Si existen observaciones, éstas serán comunicadas, una vez subsanadas las observaciones se emitirá la Resolución y posteriormente se debe publicar en uno de los periódicos de mayor circulación del domicilio del emisor. Si la Superintendencia de Compañías no se pronuncia dentro del término instaurado, entonces se entenderá que el proceso ha sido aprobado.

La Superintendencia para aprobar el proceso requiere de varios documentos para emitir la Resolución correspondiente⁴¹.

⁴¹ 1. Solicitud de autorización, suscrita por el Representante Legal de la Administradora de fondos y un abogado patrocinador. 2. Prospecto de oferta pública (Ver Anexo 1) 3. Documento en el que se indique, los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización; 4. Escritura Pública detallando el mecanismo de titularización empleado; 5. Reglamento de Gestión; 6. Declaración juramentada del Representante del Agente de Manejo, sobre la veracidad del contenido del prospecto de oferta pública; 7. Un modelo del título que va a ser emitido; 8. Autorización para proceder con la titularización en caso de que el originador sea una institución Financiera; y, 9. En caso de titularización de cartera de crédito, la certificación del Representante legal del originador, en la cual determine que dicha cartera no se encuentra bajo gravámenes de ningún tipo.

La complejidad con respecto de los requisitos para contar con la Resolución aprobatoria, incrementa dependiendo del bien que se trata de titularizar.

2.5.4.1 Prospecto de oferta Publica

Los títulos a ser emitidos deben ser colocados en el mercado mediante oferta pública, la Superintendencia de Compañías es la encargada de aprobar dicha oferta, pero previo a contar con esa autorización, el agente de manejo está directamente encargado de la elaboración del prospecto de oferta pública para su presentación y posterior aprobación.

La inclusión del prospecto de oferta pública que solicita la Superintendencia, es principalmente para asegurar que la información detallada en la oferta pública sea clara, coherente y veraz, con la finalidad de permitir e impulsar la compra de los valores emitidos por parte de los futuros inversionistas.

En la ya mencionada Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección II, Art. 6, se regla de forma específica, el contenido de este prospecto, en el cual se determina en detalle la información (ANEXO 1). En la Resolución de 20 de septiembre de 2013, el Consejo Nacional de Valores, exige que también se determine el uso de los recursos provenientes de la Titularización.

La información, en su mayoría financiera, proporcionada en este prospecto sirve para efectuar consideraciones objetivas a la hora de invertir en el proyecto de titularización, teniendo en cuenta aspectos como: La colocación del originador en el mercado, sector al que pertenece, el desarrollo del campo en el que se desenvuelve y por supuesto el avance del mismo dentro de ese mercado en relación con la competencia.

El prospecto debe proyectar la rentabilidad que le puede proporcionar o no el proceso al inversionista; la calidad de activos que están titularizándose, nivel de patrimonio autónomo, seguridades constituidas a través de los distintos mecanismos y a la vez el nivel de riesgo o variación que poseen los activos aportados. Como aspectos adicionales, también se pone en consideración los estructuradores financieros, legal, agente de pago y agente de manejo, a cargo del proceso, es decir su experiencia, referencias de otros proyectos, etc.

2.5.4.2 Mantenimiento de la Inscripción en el Registro de Mercado de Valores

Para mantener la inscripción del Fideicomiso de Titularización, el Agente de Manejo deberá enviar la información continua y ocasional a la Superintendencia de Compañías. Adicionalmente, mientras se encuentren en circulación los valores, el agente de manejo deberá remitir en forma mensual la siguiente información:

1. Cuantía colocada, condiciones de plazo y de rendimiento de los valores emitidos en el mes;
2. Valor total de los documentos en circulación al corte del mes;
3. Información consolidada sobre los compradores de los documentos, clasificados por grupos, con indicación del monto adquirido por cada grupo, así: Personas naturales, Sistema financiero, Fondos de inversión, demás personas jurídicas.

Una vez finalizado el plazo de la oferta pública, deberá remitir un informe detallado sobre la situación del proceso de titularización, con énfasis en el desarrollo del proyecto cuando así lo requiera.

Independientemente a la inscripción de los fideicomisos de titularización, también deben inscribirse: Administradoras de fondos, Casas de Valores, Calificadoras de riesgos, auditoras externas; y, originadores que titularicen flujos futuros de fondos que provienen de bienes que se espera que existan.

2.5.5 Hechos Relevantes

Todos los participantes que se encuentran inscritos en el Registro de Mercado de Valores, tiene la obligación de presentar la información necesaria, en caso de que un hecho relevante haya surgido, la documentación será entregada máximo tres días después de producido en suceso conforme el Consejo Nacional de Valores.

2.5.6 Redención Anticipada

Es un mecanismo que permite retirar del mercado los valores antes de su vencimiento, y que los tenedores vendan sus valores a un precio determinado. La redención anticipada debe

constar en el Contrato de Fideicomiso su forma de ejecución, razones para que la misma proceda y autorización de quien se requerirá. Lo que se debe estipular en el contrato correspondiente son principalmente las situaciones en las que cabría y cuáles serían los factores determinantes para acogerse a esta posibilidad.

La ejecución anticipada del proyecto de titularización es una decisión de la Asamblea (de acuerdo al quórum establecido en el contrato) y es el momento en el cual empiezan a hacerse efectivas las garantías constituidas para cubrir las obligaciones con los inversionistas.

2.6 El Fideicomiso de Titularización en otras Legislaciones

Como último punto dentro del capítulo de Titularización, se mencionará en términos generales la forma en la cual se encuentra regularizado el proceso en cuestión en otros países, se tomará en cuenta únicamente, a países de América, teniendo como referencia lo planteado en sus leyes y a las cuales, Malumián, Diplotti y Gutiérrez analizan:

2.6.1 *Brasil*

La Ley No. 9514 es la que se encarga regular el proceso de Titularización en Brasil. Esta Ley recoge la opción de que las compañías competentes para llevar a cabo la Titularización, pueden contar con el aporte por parte del originador de lo que denominan CRI (certificados de recibos inmobiliarios).

Estos certificados representan las deudas que terceras personas tienen con el originador, es decir representan la cartera de éste. El Fideicomiso de Titularización se encarga de recibir directamente los pagos de dichos deudores a fin de respaldar los gastos generados con los adquirentes de los títulos emitidos. Como mecanismo de garantía para asegurar el pago a los inversionistas al igual que en nuestro país se cuenta con la alternativa de constituir un fideicomiso de garantía destinado únicamente a cubrir los pagos a los titulares de los valores emitidos.

2.6.2 *Chile*

La titularización en Chile tiene una distinción bastante clara con respecto de nuestro sistema, principalmente porque no se menciona el concepto o institución de Fideicomiso, en su lugar se habla de un contrato de emisión con formación de patrimonio separado.

Este contrato de emisión puede ser celebrado con dos entidades de objeto social exclusivo: por una parte están las sociedades securitizadoras; y, por otras las de Fondos Comunes de Inversión.

Las compañías securitizadoras de acuerdo con la Ley No. 18.045, que es la que regula su funcionamiento, permite que la misma pueda delegar sus obligaciones de gestión dentro del proceso de emisión. En Ecuador la Ley de Mercado de Valores de forma expresa por el contrario prohíbe delegar esta actividad.

Con respecto de los activos a titularizarse los principales son, obligaciones garantizadas en hipotecas. También se permite los activos obtenidos a través de contratos de arrendamiento o promesas de compraventa de bienes inmuebles.

Los límites en relación con dichos activos, tanto para las sociedades securitizadoras y fondos comunes de inversión es que, el patrimonio separado que respalda la emisión no sea en más de un 35% aportado o vendido por una misma sociedad a aquellos vehículos. La Ley también manda que en caso de la compañía encargada del contrato de emisión se encuentre en la necesidad de liquidarse, quien administrará dicho proceso será el representante de los tenedores de los títulos adquiridos.

2.6.3 Costa Rica

La Titularización en Costa Rica, su forma operativa es similar a la de Ecuador, pero con la singularidad de que la misma es empleada en su gran mayoría para promover proyectos de vivienda.

El fideicomiso contaría con el aporte de créditos hipotecarios a ser titularizadas, en gran parte de los casos. Se debe aclarar que los créditos hipotecarios no serían los únicos activos posibles de aporte para el proceso de emisión.

La política estatal en Costa Rica es tan arraigada, con mecanismos como exigir a todas las operadoras de pensiones, mediante Ley, la inversión del 15% de fondos obtenidos por concepto de régimen obligatorio de pensiones obligatorias.

2.6.4 Estados Unidos

Estados Unidos, como ya se mencionó al inicio de este capítulo es el país en el cual se da origen al proceso de Securitización.

La principal finalidad al igual que en Costa Rica es financiamiento de proyectos de vivienda. La principal compra de títulos respaldados en créditos hipotecarios es llevada a cabo por el Fannie Mae (Federal National Mortgage Association).

Durante la década de 1980 se crea el fondo REMIC, con mayor variedad de títulos igual basados en créditos hipotecarios pero con variaciones con respecto de riesgos y valores.

2.6.5 Guatemala

En Guatemala el desarrollo de fideicomisos no se encuentra regulado en su totalidad, sin embargo la normativa señala que en efecto las fiduciarias pueden emitir certificado, que estarán respaldados en los bienes que fueron fideicomitados y ofertados públicamente.

Sin embargo la normativa Guatemalteca prevé la posibilidad de que Instituciones financieras también puedan emitir títulos respaldados en prendas o hipotecas.

2.6.6 México

Las particularidades que presente este sistema, a pesar de coincidir con nuestro sistema con respecto del proceso son las que señalo a continuación.

La Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, contempla la existencia de los denominados certificados de participación fiduciaria. Éstos pueden ser de varios tipos, ordinarios (si los bienes fideicomitados son muebles) e inmobiliarios (bienes aportados al fideicomiso son inmuebles).

Como representante de los tenedores de los valores emitidos la ley establece de forma expresa cuáles serán sus atribuciones y cómo rendirá cuentas.

El fideicomiso no podrá disolverse si existen saldos insolutos, las acciones para exigirlos prescriben entre 3 y 5 años.

También es usado para promover proyectos inmobiliarios.

2.6.7 Paraguay

Cuentan con la presencia al igual que Chile de compañías de objeto exclusivo como los son las empresas Titularizadoras y también se lo ejecuta mediante un contrato de emisión.

La Ley 1036 menciona que las compañías de naturaleza antes detalladas son controladas por la Comisión Nacional de Valores.

La misma ley menciona que las Titularizadoras se encargan de la adquisición de carteras de crédito y a partir de las mismas de emisión de títulos de deuda; el 50% de su capital no puede estar gravado; como medio de garantía para la emisión.

CAPITULO III: NATURALEZA JURIDICA DE LOS VTC y VTP Y FORMAS DE EXIGIBILIDAD

3.2 Generalidades

En el Artículo 147 de la Ley de Mercado de Valores establece que los valores emitidos en un proceso de titularización pueden ser de tres tipos:

3.5.4 *Valores de Contenido Crediticio o VTC*

Los inversionistas, mediante la compra de esta clase de títulos, obtienen como derechos la devolución del capital entregado, más las tasas de interés acordadas, de acuerdo a cada contrato de Fideicomiso. Las tasas de interés correspondientes a estos títulos pueden ser variables o fijas, trimestrales, semestrales o anuales, lo cual debe determinarse en el contrato. Los VTC son producto de la titularización de 3 activos: Cartera, inmuebles y flujo fondos en general.

3.5.5 *Valores de participación o VTP*

A diferencia de los valores determinados anteriormente, los inversionistas con la adquisición de VTP se convierten en propietarios de una alícuota del patrimonio aportado y por lo tanto del éxito o no que el mismo pueda generar. Este tipo de valores únicamente puede ser objeto de la titularización de inmuebles o proyectos inmobiliarios.

3.5.6 *Valores mixtos*

Reúnen las características tanto de los VTC como de los VTP y son producto de la titularización de bienes inmuebles.

Cabe aclarar que las denominaciones de VTC y VTP, no se encuentran recogidas en la ley, es la costumbre aplicada en el mercado bursátil la que ha dado origen a estos nombres, con la constitución de Fideicomisos de Titularización y la colocación de los valores con un

nombre determinado para su distinción. Es así que se menciona en el Mercado Bursátil valores cuyas denominaciones son las siguientes:

- ✓ VTC-Tercera-Artefacta-Serie A
- ✓ VTC-Segunda- Nestlé Ecuador-Serie B
- ✓ VTP-Hotel Ciudad del Rio
- ✓ VTC-Deli Shemlon-Serie A
- ✓ VTC-Interagua 01-Serie A

El uso de VTC y VTP, son siglas que permiten abreviar el significado de valores de contenido crediticio y valores de participación respectivamente, y a la par permitir al inversionista distinguir la clase de título que se está ofertando dentro del proceso de titularización.

El Artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores les da la calidad de títulos valor por su contenido económico además de otras características propias de este tipo de valores.

Los VTC y VTP, contienen derechos económicos, pues como se vio en el capítulo segundo del estudio cuando un inversionista adquiere un título también se hace titular de ciertos beneficios como: pago de capital e intereses en el caso de VTC's y pago de las utilidades o alícuota del bien titularizado en caso de VTP's.

La legislación en efecto regula los requisitos de forma y circulación de los estos valores, así la constitución de garantías que no sólo aseguran un porcentaje de la inversión sino que también estimulan la misma.

Dentro de este capítulo, último de este estudio, se determinará cuál es la naturaleza de los VTC y VTP, generalidades y peculiaridades, con el propósito de establecer si en efecto los mismos son títulos ejecutivos capaces de ser exigidos por vía ejecutiva en caso de un mal rendimiento del patrimonio autónomo.

3.6 Naturaleza Jurídica

En los capítulos previos se conoció en detalle sobre el mecanismo mediante el cual los VTC y VTP se generan y que activos dan lugar a uno o a otro.

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en el Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, Art. 4, limita la información que contendrán los valores productos de la Titularización⁴².

Los requisitos de forma son bastante similares en la legislación comparada. Debemos recordar que se determina qué datos deben ser incluidos en estos títulos por un motivo primordial, y ese es, el principio de literalidad en los títulos valor, característica que será abordada más a fondo dentro de este mismo capítulo.

La legislación Argentina no difiere con respecto del contenido que demanda se incluya en los valores de contenido crediticio, agregando únicamente la leyenda: “Los títulos solo serán repagados con los bienes afectados específicamente en fideicomiso y no con el patrimonio del emisor.”⁴³ Para el caso de los valores de participación, exige la inclusión: “La limitación de la responsabilidad a los bienes fideicomitidos con exclusión del patrimonio propio del fiduciario”⁴⁴.

Asumo que al exigir en Argentina el que se incluya las frases antes detalladas, tiene su justificación la cual no radica en que sea una garantía para el cumplimiento de lo expresado en cada frase, porque la ley ya recoge que los valores serán respondidos únicamente con el patrimonio autónomo, sino para que el inversionista se encuentre consciente de que con esos activos se debe responder a su deuda y no puede afectar los patrimonios que correspondan a otras partes.

3.6.1 VTC, VTP y valores mixtos como Títulos Valor

⁴²1. Nombre y domicilio de la administradora de fondos y fideicomisos; 2. Denominación del mecanismo de titularización; 3. Derechos incorporados en el título y las condiciones financieras; 4. Fecha de expedición y plazo del valor; 5. Indicación de ser nominativos o a la orden; 6. Mecanismos de garantía empleados; 7. Valor nominal; 8. Indicación del rendimiento financiero; 9. Forma y término de redención, liquidación y lugar de pago; 10. Firma del representante legal de la Fiduciaria; 11. Información básica sobre el agente pagador; 12. Incluir: “La gestión del agente de manejo es de medio no de resultado”; 13. Indicar cuál es el patrimonio autónomo que respalda los valores; 14. Número secuencial y cantidad de valores que representan el título; 15. Fecha y número de Resolución de inscripción; 16. Fecha y número de Resolución de la Superintendencia de Compañías, si el originador es una Entidad Financiera; 17. Calificación de riesgo; 18. Fecha de la escritura pública de constitución del Fideicomiso

⁴³ Legislación Argentina, Ley No. 17.811.

⁴⁴ Ibídem.

El Art. 2 de la Ley de Mercado de Valores acota: “Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, (...) valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización (...)”

Los VTC y VTP o valores de contenido crediticio y de participación respectivamente, son según la Ley antes citada, lo que se conoce como valores o título valor, con respecto de esta naturaleza, es menester apreciar las características de estos instrumentos; y, cómo las mismas se encuentran reflejadas.

3.6.1.1 Circulación

Santiago Andrade Ubidia, menciona que el principal denominador común de los Títulos valor y a consecuencia de la evolución económica es la circulación.⁴⁵

Los títulos producto del Fideicomiso, cumplen con la característica de circulación, porque éstos son ofertados de forma pública y pueden transitar posteriormente dentro del mercado bursátil. Estos instrumentos pueden ser nominativos o a la orden⁴⁶ y su circulación se perfecciona con la cesión y el endoso respectivamente. La Ley de Mercado de Valores no permite que los VTC y VTP sean valores al portador, es decir que sin formalidad alguna el poseedor del título es el propietario de los derechos económicos en ellos contenidos.

3.6.1.2 Autonomía

La circulación no es la única característica con la cual debe contar un título valor, Vivante define lo define como: “Documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo expresado en el mismo”.

⁴⁵ ANDRADE UBIDIA, Santiago, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano Tomo I*, Ediciones Legales S.A., Quito, 2004, pág. 3. “Son exigencias económicas las que han obligado a facilitar y asegurar esa circulación innovando hasta en las concepciones jurídicas más tradicionales, como ocurre con la fundamental y revolucionaria del endoso en su consecuencia, en la transmisión de derechos libres de vicios, para proteger al tercer poseedor del título, personaje central que debemos tener en cuenta, pues si no hay tercero con especiales derechos no hay título de crédito, título valor o título circulatorio que merezca normas especiales.

⁴⁶ Ley de Mercado de Valores Art. 148

Para entender mejor sobre la significación de lo expuesto por Vivante, me permito citar la siguiente Jurisprudencia ecuatoriana en la cual se habla de la Autonomía:

Autonomía significa que el adquirente del título recibe un derecho nuevo, originario, no derivado; puede ejercitar un derecho propio, independiente del derecho de los anteriores poseedores; y, por ello no pueden oponérsele excepciones personales del deudor y los tenedores precedentes. Es esta autonomía del derecho la que facilita y permite en forma absoluta la circulación del título; puesto que el actual poseedor legítimo adquiere un derecho originario por disposición de la ley, no sujeto a excepción alguna de parte del deudor y tenedores precedentes. Lo expuesto anteriormente es lo que se denomina la autonomía activa. Autonomía pasiva, en cambio, significa que los suscriptores del título valor se obligan con absoluta independencia uno de otro; es decir que las circunstancias que invalidan la obligación de alguno de los signatarios del título no afectan las obligaciones de los demás.⁴⁷

El análisis de la Corte es bastante detallado, dejando en claro que el título por esta característica no puede verse afectado y tampoco pierde su valor por eventos externos, el contenido en él debe cumplirse y no requiere de hechos u actos adicionales para perfeccionar la propiedad sobre el mismo o su exigibilidad al deudor.

El Fideicomiso de Titularización no puede alegar cuestiones que tengan que ver con terceros para justificar el impago de sus obligaciones con los inversionistas.

3.6.1.3 Literalidad

La literalidad para Joaquín Rodríguez consiste en: “Lo que no esté en el Título o no sea expresamente declarado por el mismo, no puede tener influencia sobre el derecho (...)”⁴⁸

Ya se había hecho referencia a este principio al hablar de los requisitos de contenido de los VTC y VTP, impuestos por el Consejo Nacional de Valores. La literalidad debe ser vista de dos lados:

⁴⁷ Expediente 140, Registro Oficial Suplemento 224, 29 de Junio del 2010

⁴⁸ RODRIGUEZ, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, México, Editorial Porrúa, Décimo Quinta Edición, 1980, p. 251

- ✓ Primero el incluir expresamente todo lo referente al derecho en el título delimita por parte del Fideicomiso y los originadores en el caso de la Titularización las obligaciones adquiridas; y,
- ✓ Por otro lado permite que esa misma delimitación de paso a que los inversionistas puedan exigir sus derechos.

La legislación de Costa Rica, da especial importancia a la literalidad, es así que su normativa ordena lo siguiente: “En caso de que la emisión se haga con información incompleta, existirá un plazo de un año para que el emisor complete las condiciones de literalidad en el instrumento.”⁴⁹

3.6.1.4 Incorporación

Si bien Vivante, como se vio habla de la autonomía y la literalidad aún resta hacer mención a otras cualidades. La relación estrecha existente entre el título y el derecho, es lo que nos lleva a la incorporación, al respecto Garrigues expresa: “El título como cosa corporal y el derecho como cosa incorporal son y permanecen esencialmente distintos; pero que en el ámbito de su conexión representan una creación jurídica unitaria.”⁵⁰

Justamente es esa conexión entre derecho y título, la que da origen a la incorporación esa dependencia entre la una y la otra. Es decir el derecho se incorpora al título, pues no tiene sentido poseer un título sin derechos, o de igual forma derechos que no se encuentren legitimados en un documento. Actualmente debido a la desmaterialización de los títulos esta incorporación no se ve afectada, porque aún existe un título (inmaterial) pero que proporciona y asegura la existencia de un beneficio económico a ser demandado por parte del acreedor al deudor.

3.6.1.5 Legitimación

⁴⁹ MENDEZ, Rodolfo, La Bolsa y los Títulos Valores en Costa Rica (fecha de acceso 19-12-2012), disponible en: www.hacienda.go.cr.

⁵⁰ GARRIGUES, Joaquín, *Tratado de Derecho Mercantil*, Editorial Revista De Derecho Mercantil, Madrid, T. II, 1955, p. 10.

En Colombia, el código de Comercio, establece en su Art. 619: “Los títulos valor son los documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora. Pueden ser de contenido crediticio, corporativo o de participación (...)”

Otra cualidad que sale a relucir con la normativa colombiana es la legitimación, es decir que el derecho contenido en el título es conforme a la ley; y, así mismo, por medio de la exhibición de éste el poseedor demuestra la existencia de su derecho. Esta legitimación según varios tratadistas es el producto de la Incorporación, por lo que Garrigues acota: “La posesión del título es equivalente a posibilidad del ejercicio del derecho.”⁵¹

Los inversionistas que adquieran los VTP o VTP, como titulares y poseedores de los mismos justifican la existencia del derecho y dan lugar al pago de capital e intereses en caso de VTC y a las utilidades generadas en caso de los VTP.

3.6.1.6 Abstracción

Andrade Ubidia, asimismo diferencia entre abstracción y autonomía, la primera consiste en la prescindencia de la causa que dio origen al título, y en el caso del segundo es la imposibilidad de alegar cuestiones subjetivas al acreedor para el incumplimiento de la obligación.

Otras legislaciones como en Argentina, también se da la calidad de títulos valor a los documentos producto de un Fideicomiso Financiero. En el Decreto 677 del 22 de mayo de 2001 de Argentina, se contempla en su Artículo 2 qué tipo de documentos serán “Valores negociables”⁵², dentro de los cuales se establecen: los valores de crédito o representativos de derechos crediticios y los de participación de Fideicomisos Financieros. Es importante recordar que los Fideicomisos Financieros en el sistema argentino, son los que nosotros conocemos como Fideicomisos de Titularización.

⁵¹ GARRIGUES, Joaquín, op. cit., pp. 50-51

⁵² El Decreto 677, en apego al desarrollo del Mercado de Valores, sustituye el tradicional concepto de “Título Valor” por la expresión “Valor negociable”.

Los títulos valores, también cuentan con ciertas funciones⁵³, propias a su naturaleza, siendo las principales de acuerdo a Gabriel Padilla:

- ✓ Seguridad: Reemplaza a la moneda física, la cual es más sencilla de hurtar o robar, porque en caso de pérdida de un título, el mismo debe ser anulado y se emite uno nuevo a favor de quien fue el titular al momento de la pérdida o sustracción;
- ✓ Celeridad: Acelera la actividad comercial y financiera, por la simplicidad en su emisión;
- ✓ Probatoria: Constituye una prueba documental y fehaciente de la existencia del derecho alegado;
- ✓ Dispositiva: El titular actual, puede ser transmitirlo o transferirlo.

En los VTC y VTP, conforme a lo que se señaló antes, se ven reflejadas las cualidades de los títulos valor de la siguiente manera:

Literalidad: Los derechos solamente se limitan a lo establecido en el título, es decir a los parámetros ya citados previamente, en el primer acápite de este capítulo.

Autonomía: El título no perderá su valor en caso de que el proceso de titularización fracase, el agente de manejo se liquide o que el originador también lo haga. El valor del título es independiente de cualquier suceso que pueda generarse.

Legitimación: El título, ya sea físico o digital demuestra que quien lo posee es su titular y por ende es el dueño de los derechos en el contenido.

Incorporación: La unidad jurídica del título, con los derechos que en él se entregan hace que el inversionista tenga la certeza de poder exigir tales derechos.

En estricto sentido, con respecto de la naturaleza de los VTC y VTP como título valor, no existe contradicción u oscuridad en la ley, los mismos cumplen con las características necesarias las cuales son identificables de forma sencilla.

3.7 Diferencias entre VTC, VTP y valores Mixtos

⁵³ PÉREZ ARDILA, Gabriel Antonio, *Títulos Valores y Liquidación de Intereses: Parte General, especial y procesal intereses en pesos y en UVR*, Imprenta Universidad de Antioquia, Colombia, 2005, pp. 42-43.

Si bien los VTC y VTP se generan por un proceso de titularización teniendo como vehículo al Fideicomiso, tienen diferencias marcadas, las cuales me permito señalar a continuación:

VTC	VTP
Son de contenido crediticio, no significa que el inversionista cuenta con una participación sobre el patrimonio.	Tienen un contenido de participación, sobre el patrimonio autónomo aportado al Fideicomiso.
Se genera en caso de titularización de cartera, inmuebles o fondos futuros.	Se producen una vez que se aportan y titularizan proyectos inmobiliarios.
Existen casos, como es la titularización de inmuebles o de proyectos inmobiliarios, en el cual se puede producir la generación de títulos que contengan las características de los VTC y VTP, es decir son de naturaleza mixta.	

Tabla No. 4 Diferencias VTC y VTP.

En referencia a los VTP, los tratadistas expresan: “Los certificados de participación otorgan un derecho a participar en forma total o parcial del patrimonio fideicomitado.”⁵⁴

Para determinar si los títulos emitidos son de crédito, de participación o mixtos, la Jurisprudencia de Estados Unidos establece los siguientes parámetros a ser considerados, para tal distinción:

I. El nombre dado al título que evidencia el ingreso de los fondos en el vehículo, II. La presencia o ausencia de una fecha de vencimiento fija, III. La fuente de los pagos, IV. El derecho a exigir el pago del monto dado al vehículo y, sus rendimientos, V. Si el ingreso de fondos da derecho a la participación en el gerenciamiento del vehículo, VI. Nivel de subordinación del derecho de quien ingresó los fondos en relación con otros acreedores, VII. Intención de las partes, VIII. Falta o existencia de adecuada capitalización de la empresa, IX. Capacidad del vehículo de obtener préstamos en similares condiciones de entidades financieras, X. Medida en la cual los fondos fueron utilizados para adquirir bienes de capital, XI. Incumplimiento del deudor sin buscar un acuerdo de refinanciación, y, XII. Identidad o divergencia de intereses entre los tenedores de títulos de participación y quien ingresó los

⁵⁴ MALUMIÁN, Nicolás, DIPLOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *op., cit.*, pág. 203.

fondos. Se ha dicho que la tarea del Tribunal consiste en considerar y evaluar estos y otros hechos relevantes y no simplemente sumar matemáticamente estos criterios.⁵⁵

De acuerdo a la normativa mexicana se habla con respecto de los certificados de participación emitidos dentro de Fideicomisos lo siguiente:

“De conformidad con lo dispuesto en la multicitada Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, los certificados de participación se designan certificados ordinarios, si los bienes fideicomitidos materia de la emisión son muebles y los certificado de participación se denominan inmobiliarios cuanto los bienes materia de la emisión son inmuebles (Art. 228, d). Otra clasificación que puede darse a los certificados de participación según la ley invocada; es de Certificados de Participación Amortizables y Certificados de Participación No amortizables (Art. 228, i)), finalmente, de acuerdo con la Ley a que se viene haciendo mérito, los certificado de participación deben ser nominativos, tendrán cupones y serán emitidos por series de denominaciones de 100 pesos o de sus múltiplos (Art. 228, 1) (...) Los certificados de participación inmobiliaria amortizables se caracterizan porque además del derecho que dan a sus tenedores a una parte alícuota de los frutos o rendimientos correspondientes, otorgan a su titular el derecho al reembolso de su valor nominal. Los certificados de participación no amortizables, se distinguen porque la sociedad emisora no está obligada a efectuar el pago del valor nominal de ellos a sus tenedores, en ningún tiempo, sino que al extinguirse el Fideicomiso base de la emisión, y de acuerdo con las resoluciones de la Asamblea General detenedores de Certificados, la sociedad emisora procederá a hacer la adjudicación y venta de los bienes fideicomitidos y la distribución del producto neto de la misma.”⁵⁶

En México también se habla de los certificados de Vivienda, los cuales cumplen el fin propuesto inicialmente para la Securitización, es decir, una persona interesada adquiere este título como garantía del crédito obtenido con un acreedor. El momento en el que se finaliza el pago de las cuotas contenidas en el título, significa la transferencia de la propiedad del Inmueble, mientras se efectúan los pagos, los adquirentes pueden hacer uso del inmueble.

⁵⁵ Fallo: James A. Lane, Bankrupt, Frances B. Lane y James M. Gaines como Trustee de la Quiebra de James A. Lane, Plaintiffs-Appellants v. United States of America, Defendant-Appelle, No. 83-7451, United States Court of Appeals, Eleventh Circuit, sept. 27, 1984.

⁵⁶ ACOSTA ROMERO, Miguel, ALMAZAN ALANIZ, Pablo Roberto, *op .cit.*, p.p. 420, 421.

Las diferencias básicamente se reducen en su origen, es decir de qué activo aportado provienen y cuáles son los derechos que contienen de acuerdo con lo detallado en la Tabla No. 4.

3.8 Circulación de VTC Y VTP

La legislación ecuatoriana regula la cesión de los derechos contenidos en los valores, que se ostentan al ser titulares de los mismos.

Teniendo esta idea como punto de partida, enseguida veremos las formas en las cuales los VTC y VTP pueden trasladarse de un titular a otro.

3.8.1 Medio de Circulación

Con medio de circulación nos referimos al vehículo que se emplea para que estos títulos puedan ser transferidos de un titular a otro.

La Ley de Mercado de Valores en el Art. 33 menciona que los valores producto de titularización sean tranzados a través de Bolsa, tanto en el mercado primario como secundario.

Es decir, tanto la primera vez, inmediatamente después de ser emitidos y sin contar con un titular se los oferta en el mercado bursátil, como las siguientes ocasiones en las cuales los inversionistas quieren negociar estos valores para venderlos a terceras personas.

3.8.1.1 Mercado Bursátil

Como bien sabemos los VTC y VTP, deben ser propuestos a los interesados mediante Oferta Pública Primaria, por lo que resulta imprescindible detallar cuál es el proceso y los participantes que aparecen dentro del mismo.

Lo que conocemos como mercado Bursátil es el espacio en el cual se transa valores de emisores públicos y privados, mediante oferta pública u oferta directa a todo tipo de inversionista por intermedio de casas de valores. Los valores negociados en el Mercado

Bursátil necesitan encontrarse inscritos tanto en el Registro Nacional de Valores como en el Registro de la Bolsa de Valores perteneciente a la Casa de Valores que va a colocar los VTC o VTP.

“Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.”⁵⁷

Este mercado se encuentra comprendido en su mayoría, según el inciso segundo del Art. 1 de la Ley de Mercado de Valores por: Bolsa de Valores, Casas de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, emisores, calificadoras de riesgos, etc.

Actualmente debido a la desmaterialización de valores, también actúa dentro del proceso de intermediación financiera en el mercado bursátil, el Depósito Centralizado de Compensación y liquidación de Valores (Decevale), encargado de mantener registros de las transacciones realizadas por cuenta de los inversionistas y emisores de valores a través de las distintas casas de valores, así como de compensar dichas transacciones.

3.8.1.1.1 Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores, son corporaciones civiles, las cuales no tiene fines de lucro. Se encuentran conformadas por las Casas de Valores debidamente calificadas, las mismas que a su vez son dueños de una cuota patrimonial de igual valor; ninguna Casa de Valores puede tener más de una cuota patrimonial.

El Art. 45 de la Ley de Mercado de Valores menciona que las mismas deben tener un capital mínimo de \$788.670 y estar al menos conformadas por diez Casas de Valores.

Otras obligaciones de las Bolsas de Valores son el proporcionar información actualizada sobre todas las transacciones llevadas a cabo por las Casas de Valores adscritas a la misma. Efectuar los procesos de compensación y liquidación de valores.

⁵⁷ Ley de Mercado de Valores, Art. 3 inciso 2. Registro Oficial No. 215 de 31 de diciembre de 2008.

Las Bolsas de Valores tienen el trabajo de solicitar a las Casas de Valores la creación de un fondo de garantía, el cual responderá en caso de que sus miembros no cumplan con las obligaciones contenidas en las órdenes suscritas con los contratantes, para la negociación de los distintos valores. Art. 52 de la Ley de Mercado de Valores.

Existen en Ecuador, Las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Generalmente en otros países se opta por contar solamente con una. El propósito de la Bolsa de Valores es generar los medios y mecanismos necesarios para que las transacciones en el Mercado Bursátil se produzcan con facilidad y por supuesto por estas facilidades incentivar la inversión y proporcionar seguridad.

Las operaciones que se den sobre los VTC y VTP, pueden ser suspendidas por la Bolsa de Valores, cuando ésta considere que la información sobre los valores es inexacta o incompleta. Una vez notificada esta suspensión el emisor debe presentar la documentación que sea necesaria para subsanar dicha suspensión. Si la suspensión se mantiene por más de 10 días se puede cancelar la inscripción del Valor en la Bolsa de Valores. Lo antes mencionado se encuentra en la Ley de Mercado de Valores en su Art. 50.

3.8.1.1.2 Casas de Valores

Como se mencionó antes son miembros de las Bolsas de Valores. Su único objeto es la intermediación de Valores, es decir promover un acercamiento entre los emisores y los inversionistas. Deben tener un capital mínimo de \$105.156.

Para poder actuar y ofertar los valores de contenido crediticio, de participación o mixtos, la Casa de Valores de acuerdo con el Reglamento a la Ley de Mercado de Valores, firma una orden de ejecución con el Fideicomiso de Titularización, a través del Agente de Manejo, en esta orden de se detallan: el nombre de los títulos, monto, tasa de interés y precio o rendimiento. En la misma orden se establece la comisión de la Casa de Valores y la Bolsa de Valores.

Los títulos son ingresados al sistema de negociación electrónica, en donde se efectúa el calce, con otra casa de valores que cuente con inversionistas interesados.

La Casa de Valores cancela el valor de los títulos al Estructurador financiero, mientras este entrega esos valores al Fideicomiso y retiene su comisión. Este proceso de compra, venta y pago se conoce como Compensación y liquidación de valores.

En el desarrollo de las operaciones del Mercado de Valores, las Casas de Valores, hacen la distinción sobre los valores negociados, según las disposiciones de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores⁵⁸.

Las Casas de Valores negocian en el Mercado, mediante los operadores debidamente inscritos. De acuerdo con el Art. 57 de la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, los operadores y la Casa de Valores tienen responsabilidad solidaria con respecto de la colocación de los valores en este caso de los VTC y VTP.

Una vez que los valores son colocados el emisor solicita a la Bolsa y a la Casa de Valores que se liquide para registrar la compra y el nombre del inversionista que adquirió el título.

3.8.1.1.3 Oferta Pública

De acuerdo con lo analizado en el capítulo II, se determinó que los VTC y VTP deben ser colocados y ofertados de forma pública, en el Mercado Bursátil. Con oferta pública se refiere a que la propuesta de venta de los mismos está dirigida al público en general y a través del mercado bursátil.

Esta oferta tiene una característica singular y es que tiene la calificación de primaria, es decir son colocados por primera vez en el Mercado y no cuentan con un propietario aún.

La colocación primaria requiere de prospecto de oferta pública presentado por el Agente de Manejo para que posteriormente este sea usado por la Bolsa de Valores y lo publique, de acuerdo con la información detallada en el Anexo 1.

⁵⁸ 1. Valores muy líquidos: Son aquellos que han tenido operaciones cerradas en los últimos siete días bursátiles. El porcentaje de variación es del diez por ciento para calcular el rango mínimo y máximo, sobre el último precio de cierre. 2. Valores medianamente líquidos: Son aquellos para los cuales no se han cerrado operaciones en los últimos siete días bursátiles, pero sí en los treinta días calendarios anteriores. El porcentaje de variación es del veinte por ciento para calcular el rango mínimo y máximo, sobre el último precio de cierre. 3. Valores no líquidos: Son aquellos para los cuales no se han cerrado operaciones en los últimos treinta días. El precio es de libre variación.

La oferta pública primaria de los VTC y VTP no puede ser en mercado extrabursátil, debe necesariamente llevarse a cabo con la intermediación de Casas de Valores y por tanto de la Bolsa de Valores.

Cabe mencionar que una vez que el Fideicomiso cumple con su objetivo o se decide liquidar el mismo, la inscripción de los VTC y VTP tanto en el Registro Nacional de Valores como en la Bolsa en la cual fue ofertada debe ser cancelada al igual que el Fideicomiso como tal.

3.8.1.2 Mercado Extrabursátil

La ley de Mercado de Valores define a este mercado como: “El que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.”

Los VTC o VTP no pueden ser negociados de forma extrabursátil, es decir no lo pueden hacer sin la intermediación de Bolsas de Valores o Casas de Valores.

Los mismos pueden ser cedidos de forma testamentaria o a su vez pueden ser aportados como activo a otro Fideicomiso, no cabe otra forma en la cual puedan ser transferidos sin que medie el mercado bursátil.

Existe también el mercado privado en el cual se negocia de forma directa entre el comprador y el vendedor, pero tomando en cuenta la disposición del Art. 33 de la Ley de Mercado de Valores se entendería que para el caso de los VTC y VTP, este tipo de negociaciones no son aplicables.

3.8.2 Forma de Circulación

El Art. 148 de la Ley de Mercado de Valores señala que los valores emitidos en los procesos de Titularización en mercado secundario se apegarán a los prescrito en el Art. 204 del Código de Comercio, el mismo que exige la circulación por medio de endoso y nota de cesión para títulos a la orden y nominativos respectivamente.

Tanto en el contrato de constitución del Fideicomiso de Titularización como en el prospecto de Oferta Pública, debe determinarse si los títulos a emitirse son nominativos o a la orden, para en función de eso, saber la forma en que cual circularán.

A continuación veremos en detalle estas dos formas de transferir los VTC y VTP.

3.8.2.1 Endoso

Para que surta efecto la adquisición primaria o secundaria dentro del mercado de valores de los VTC o VTP, cuando los mismos sean a la orden, se debe registrar dicha compra mediante el endoso. Georges Ripert menciona: “Los títulos a la orden se transmiten por el endoso”. Sobre los títulos a la orden Garrigues opina: “Título a la orden es aquel título que designa como titular a una persona determinada y a otra indeterminada que ha de concretar la primera. Lo esencial del título a la orden es que en el confluyen el carácter nominativo y el carácter indirecto del documento.”⁵⁹

Conforme la doctrina el endoso tiene como características:

3.8.2.1.1 Acto unilateral

“Aunque la causa se encuentra en el negocio subyacente, que es bilateral, con respecto al tercero cambiario se prescinde del acuerdo entre endosante y endosatario, primando exclusivamente la voluntad del endosante.”⁶⁰

3.8.2.1.2 Formal

Requiere de ciertos requisitos elementales para que su validez no se vea afectada. De acuerdo con el Código de comercio, los requisitos que deben constar en el endoso son:

- ✓ Fecha en el que el mismo se celebra; y,
- ✓ La firma del endosante.

3.8.2.1.3 Accesorio

⁵⁹ GARRIGUES, Joaquín, op. cit., p. 116

⁶⁰ ANDRADE UBIDIA Santiago, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, Fondo Editorial Del Colegio de Jurisprudencia de la Universidad de San Francisco de Quito, Quito, 2002, p. 71

El endoso depende de la existencia de un título valor para poder generarse. Sin el título sobre el cual recae el endoso, no tiene sentido y resulta inexistente.

3.8.2.1.4 Abstracto

No importan las causas que puedan generar u originar al título. Andrade Ubidia menciona otra característica, la incondicionalidad, sobre lo cual dice: “El endoso debe ser incondicional, no puede estar sujeta a condición suspensoria o resolutoria alguna”

Una vez dado el endoso sobre los VTC o VTP, los efectos son:

- ✓ Legitimación: Es decir el nuevo titular es nuevo propietario legítimo del valor en cuestión así como del derecho en el contenido y sobre todo está legitimado a exigir su cumplimiento;
- ✓ Garantía: Los endosantes anteriores son responsables por el pago de la obligación contenida en el título; y,
- ✓ Traslativo: Se traslada el título de una persona a otra.

En caso de que el endoso realizado, ya no quiera ser efectuado, se lo puede testar y el mismo se entiende como no hecho.

3.8.2.2 Cesión

En caso de que los títulos emitidos por el Fideicomiso sean nominativos. Garrigues define a los títulos nominativos como: “Los títulos nominativos o directos son aquellos que, redactados en favor de una persona determinada, se transmiten mediante la anotación en su texto y registro de la transmisión en los libros especiales”⁶¹

Como lo manda el Art. 148 de la LMV y el 204 del Código de Comercio, debe hacerse mediante nota de cesión, en la cual firma cedente y cesionario.

⁶¹ GARRIGUES, Joaquín, op. cit., p. 260

El título anterior debe ser anulado y uno nuevo con el nombre del actual titular será emitido. Para que esto proceda, se debe presentar una carta al Representante Legal del Fideicomiso para que autorice la creación del nuevo título y registre la transferencia.

3.9 Mecanismo de Exigibilidad

3.9.1 Ejecución de garantías y Fideicomiso

Por la naturaleza del negocio jurídico, es decir, del Fideicomiso de Titularización, existe un factor inevitable, el riesgo. Por este motivo las entidades de control, Superintendencia de Compañías y Consejo Nacional de Valores, exigen la existencia de mecanismos de garantía adicionales al patrimonio aportado.

En caso de que no existan flujos suficientes para el pago de capital e intereses con los inversionistas, éstos pueden exigir que se ejecuten las garantías que se constituyeron dentro del proceso de Titularización para asegurar el pago adeudado.

Como se vio en el capítulo II también el Agente de manejo puede solicitar que en caso de que el patrimonio no sea suficiente se puede hacer uso de fondos adicionales. En el contrato de constitución se debe determinar la forma y casos en los cuales estas garantías se ejecutarán al igual que el uso de los fondos adicionales.

Sin embargo se debe mencionar que las garantías pueden no cubrir el 100% de los valores a cada inversionista, por lo que únicamente se les entregaría los valores obtenidos de las garantías de forma proporcional. Si bien estas garantías no generan el monto total para cubrir las deudas con los inversionistas, se debe señalar que existe una ventaja en este sentido, pues en el caso de otros valores como son el pagaré y la letra de cambio no existen estas garantías que aseguran al menos un porcentaje de lo adeudado.

En caso que de los mecanismos de garantía o los fondos adicionales no sean suficientes y exista un problema, las partes pueden llegar a un acuerdo, por ser materia transigible, incluso en caso de no llegar a un acuerdo se puede acudir a la mediación o al arbitraje.

Pese a la existencia de estas opciones puede ser que no se logre llegar a ningún acuerdo y sea necesario recurrir a la vía judicial, tomando en cuenta esta probabilidad y el riesgo inminente en estos procesos, a continuación me permito analizar si los VTC y VTP pueden ser calificados como títulos ejecutivos y por ende demandarlos por vía ejecutiva.

3.9.2 Los valores del Fideicomiso de Titularización como títulos ejecutivos

La Ley de Mercado de Valores en su Art. 233, da la naturaleza de títulos ejecutivos a todos los valores contemplados en el Art. 2 de la misma Ley (citado anteriormente).

Frente a estas consideraciones, se concluiría que los VTC y VTP, son títulos valor y ejecutivos, sin embargo la duda surge al momento de analizar el contenido del Art. 147 de esta Ley de Mercado de Valores, porque este artículo señala que solamente en caso de que el proceso de titularización reciba utilidades y éstas no seas pagadas oportunamente, serán títulos ejecutivos.

La norma cuenta con dos complicaciones: La primera en relación a la limitación y condicionamiento para que los VTC y VTP constituyan título ejecutivo, es decir que se produzca el no pago de utilidades.

La segunda en el sentido de la generación de utilidades, las cuales deben ser canceladas únicamente en caso de ser valores de participación o mixtos pero no de contenido crediticio. Partiendo de este punto el Art. 147 se estaría refiriendo únicamente a los VTP o mixtos, pero no hace esa distinción por lo que en caso de ser este artículo aplicable no habría oportunidad para los VTC de exigirlos en juicio ejecutivo.

La inexactitud con la que en ocasiones se escribe una Ley origina la necesidad de interpretarla y determinar cuál es su verdadero significado, no únicamente en relación a la voluntad del legislador, sino también de su aplicación en la práctica. En este sentido la doctrina señala:

Cuando se somete a examen una ley para conocerla y valorar sus consecuencias prácticas, poniéndola en relación con el hecho al que debe unirse en una simbiosis judicial, puede suceder que su aparente certeza se sustituya por una ambigüedad o plurivalencia de

significados, la cual provoca la incerteza sobre el resultado (...) En base a la misma ley, se puede dar la razón a una parte y quitársela a otra (...) Este es el problema de la interpretación de la ley en el que se manifiesta la dialéctica, ínsita en toda ley, entre la manera en que se escribió y la manera en que se lee⁶².

En relación a estas oscuridades y contradicciones en la Ley de Mercado de Valores, se debe establecer, cuál es la intención del legislador y determinar si son o no los VTC y VTP títulos ejecutivos per se.

3.9.2.1 Características de los títulos ejecutivos

Los títulos valor son una especie de título ejecutivo y éste es el género, no siempre el primero puede constituirse en el último.

El Código de Procedimiento Civil vigente, menciona en el Art. 413 qué instrumentos son títulos ejecutivos de forma taxativa, dentro de esta enumeración, se encuentra: “(...)”, los demás instrumentos a los que leyes especiales dan el carácter de títulos ejecutivos.”

Por lo visto en el párrafo anterior se puede concluir que existe un principio de legalidad, es decir, la calidad de título ejecutivo, solamente puede ser otorgada mediante Ley; no cuerpos jurídicos de jerarquía inferior o acuerdos de carácter privado entre las partes.

La aplicación de este principio para calificar como Título Ejecutivo a un instrumento es también delimitar el acceso a la vía ejecutiva para exigir el cumplimiento del mismo.

La Ley de Mercado de Valores, funge como ley especial y determina que los VTC y VTP son títulos ejecutivos en el Art. 233.

En base a la afirmación previa a continuación me permito señalar por qué los VTC y VTP, cumplen con las características de ser títulos ejecutivos:

La principal peculiaridad del título ejecutivo, es que contiene un derecho del acreedor y una obligación de dar, hacer o no hacer, por parte del deudor y, su existencia no depende de

⁶² FROSINI Vittorio, *La Lettera e lo spirito della Legge*, traducción de: Alarcón Cabrera Carlos y Llano Alonso Fernando, Editorial Ariel S.A., Barcelona, 1995, pp. 21-22

ningún elemento o situación adicional. El Art. 415 marca las características de la obligación ejecutiva, la cual debe ser:

1. Clara: Es decir evidente, sin necesidad de recurrir a otro documento;
2. Determinadas: Señalar cuál es la obligación, de dar, hacer o no hacer;
3. Líquidas: “Es líquida aquella obligación cierta en cuanto a su existencia y su cuantía se encuentra determinada.”⁶³;
4. Pura: La misma no se encuentra condicionada en ningún sentido; y,
5. De plazo vencido: El pago no se ha efectuado pese a que el plazo para tal ya venció.

La Jurisprudencia ecuatoriana señala:

Lo que caracteriza a los títulos ejecutivos es que: Contienen una obligación ejecutable. No se requiere que aún se declare la existencia de la obligación o de que el deudor esté obligado a la prestación; pues la obligación está o es determinada. No se requiere de una declaratoria de los derechos judicial o personal del deudor. No se requiere dirimencia. La obligación es clara, determinada, pura; el deudor ha sido precisado, señalado, identificado.⁶⁴

La Corte de Colombia sobre el mismo punto señala:

La obligación debe ser clara, expresa y exigible para que del documento que la contenga, pueda predicarse la calidad de título ejecutivo. Si es clara debe ser evidente que en el título consta una obligación sin necesidad de acudir a otros medios para comprobarlo. Que sea expresa se refiere a su materialización en un documento en el que se declara su existencia. Y exigible cuando no esté sujeta a término o condición ni existan actuaciones pendientes por realizar y por ende pedirse su cumplimiento en ese instante. Lo anterior, al tenor del artículo 488 del C.P. Civil, significa que dicho título debe constituir plena prueba contra el deudor a quien deba pedirse su ejecución. El título ejecutivo puede surgir de un contrato pero siempre resulta indispensable que la obligación que lo conforma sea clara, expresa y exigible.⁶⁵

⁶³ Glosario de Derecho Civil CL, (fecha de acceso 24-05-2013), disponible en: <http://glosalderechocivil.blogspot.com/>.

⁶⁴ Expediente de Casación 140, Registro Oficial Suplemento 224, 29 de Junio del 2010.

⁶⁵ Sentencia No. 27001-23-31-000-2003-00626-01(27322) de Sección 3ª, 27 de Enero de 2005 (fecha de acceso 24-05-2013), disponible en: <http://consejo-estado.vlex.com.co/vid/-52527188>

En lo que respecta a los VTC y VTP, la obligación ejecutiva es existente, una vez que los inversionistas adquieren sus valores, adquieren un derecho, por el valor del instrumento que adquirieron, en el mismo se establece la fecha de vencimiento, si una vez que éste haya concluido, el pago no se efectuó, entonces se configura completamente la obligación ejecutiva.

Tomando en cuenta la voluntad del legislador con respecto de la contradicción, con el contenido del Art. 147, esto no invalida lo expuesto en el Art. 233, porque lo que desea es que todos los valores regulados por la Ley de Mercado de Valores sean títulos ejecutivos, por cumplir con los requisitos de forma y de fondo que la doctrina y la ley dan a los mismos.

En el Art. 233 de la LMV es claro que el legislador tenía la voluntad de que se calificara como títulos ejecutivos a los valores referidos en la misma Ley, por lo que lo señalado en el Art. 147 solamente hace énfasis a esa voluntad del legislador de calificarlos como títulos ejecutivos, sin embargo un artículo no elimina al otro, todo lo contrario el artículo 233 contiene lo determinado en el 147.

3.9.2.2 Juicio Ejecutivo

De la mano a la calificación de título ejecutivo viene su exigibilidad por vía ejecutiva y punto elemental para que esta proceda es la existencia de la obligación ejecutiva, en el caso de los valores de VTC y VTP, es inusual su ejercicio como título ejecutivo. En Ecuador no se han generado procesos ejecutivos judiciales en los cuales los inversionistas demanden el cobro de sus obligaciones por parte del Fideicomiso, pero esto no significa que en caso de así quererlo, los titulares de los valores no puedan acceder a esta alternativa.

El poco uso de la vía ejecutiva se debe principalmente a que en caso de solicitar la ejecución del Fideicomiso, los inversionistas si reciben un porcentaje de lo adeudado a través de la ejecución de las garantías constituidas, cuyo único propósito es avalar las obligaciones con los tenedores de valores, sin embargo los mismo deben tener conciencia de la existencia y posibilidad de la vía ejecutiva.

Es importante determinar que el juicio ejecutivo es procedente por la clara ventaja que éste proporciona al considerar la existencia de un derecho contenido en el Título demandado en este caso en los VTC y VTP, sin ser necesaria la declaración de la existencia del mismo como se lo hace en los procesos de conocimiento.

“A lo largo de su historia, los títulos valores de deuda se han caracterizado por contar con la posibilidad de utilizar la vía ejecutiva a los fines de su exigibilidad.”⁶⁶ En la legislación Argentina existe la posibilidad de acuerdo a lo citado anteriormente, de exigir cumplimiento de los derechos contenidos en los títulos emitidos en los Fideicomisos Financieros vía ejecutiva.

En este sentido hay una similitud de la legislación Argentina con la ecuatoriana, porque en los dos sistemas cabe la posibilidad de reclamar el pago de los títulos por medio de juicio ejecutivo.

Dicho proceso como sabemos se encuentra recogido en nuestro Código de Procedimiento Civil. Este proceso es abreviado y como se dio a conocer en ocasiones previas el mismo sólo tiene como objetivo llevar a cabo la ejecución del derecho contenido en el título ejecutivo, no la declaración del mismo.

Mediante este procedimiento judicial, los inversionistas que no han sido satisfechos con los pagos de capital e intereses dentro del desarrollo de un Fideicomiso de Titularización podrán exigir que dicho derecho adquirido sea cumplido por parte del Fideicomiso.

Pero como puntos elementales los inversionistas deben considerar que la demanda de juicio ejecutivo debe darse mientras: los títulos se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y mientras el Fideicomiso aún se encuentre vigente.

En caso de que el Fideicomiso de Titularización haya sido cancelado, el inversionista no tendrá contra quien dirigir su demanda, porque recordemos que las obligaciones son del Fideicomiso y no pueden afectar patrimonios de que terceros, sino el perteneciente al Fideicomiso del cual fueron objeto de emisión. En caso de proponer la demanda en contra

⁶⁶ MALUMIÁN, Nicolás, DIPLOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *Fideicomiso y Securitización Análisis Legal, Fiscal y Contable*, Buenos Aires, La Ley, 2006, pág. 208.

de uno de los intervinientes claramente se puede alegar por parte del demandado falta de legítimo contradictor, es decir no es a quien corresponde satisfacer el derecho.

En relación a la cancelación de inscripción de los títulos, la misma no puede surgir antes de presentar la demanda ejecutiva, porque el título ya no existe y al cancelarse su inscripción en el Registro Nacional de Valores, se entiende que sus obligaciones han sido satisfechas y por lo tanto ya no contiene ningún derecho vigente por cumplirse o por cobrarse.

3.9.3 Consignación

Del otro lado de la exigencia, está la falta de ejercicio de los derechos, en ocasiones existen inversionistas que no cobran los valores por parte del Fideicomiso, por la adquisición de los VTC, VTP o mixtos.

En estos casos la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores solicita que se siga el procedimiento establecido en el Código Civil y de Procedimiento Civil.

CAPITULO IV CONCLUSIONES

1. Los valores emitidos dentro de Fideicomiso de Titularización, son títulos ejecutivos y como tales pueden ser exigidos mediante juicio ejecutivo, porque contienen un derecho que no necesita ser declarado sino cumplido.
2. La contradicción en la Ley de Mercado de Valores, se ve solucionada al establecer que cada valor regularizado por este cuerpo jurídico es considerado título ejecutivo, con el propósito de establecer garantías y ventajas para invitar al público a invertir.
3. Los VTC, VTP y mixtos, cuentan con garantías adicionales la cuales pueden ser ejecutadas y únicamente cubren las deudas con los inversionistas, brindándoles ventajas que otros títulos valor o ejecutivos no tienen; por ejemplo el emisión de un pagaré no cuenta con mecanismos de garantía que sirvan para cubrir la deuda. En Ecuador en ocasiones una letra de cambio, debido a que tienen como única fuente de garantía el patrimonio del deudor, no logra recuperar ni un mínimo porcentaje del valor total de la deuda.
4. Existen varios procesos de titularización que no logran obtener los resultados esperados, por distintos motivos, ya sea por mal desempeño de sus intervinientes, como por la poca acogida a la oferta de compra de los títulos emitidos, por lo que el riesgo que existe en estos procesos es un concepto que los inversionistas deben tener claro.
5. Los Fideicomisos de Titularización cuentan con un procedimiento regularizado por parte del Consejo Nacional de Valores y Ley de Mercado de Valores, sin embargo durante el tiempo que se lleva a cabo el proceso pueden generarse ciertas irregularidades las cuales pueden ser comunicadas a la Superintendencia de Compañías
6. El contrato de constitución de Fideicomiso de Titularización es el principal instrumento para el desarrollo de la titularización, por lo que en el mismo se determina las obligaciones y derechos de cada uno de los intervinientes.
7. El público en general no tiene mucho conocimiento sobre el Mercado de Valores, sin embargo el empleo de mecanismos como la Titularización son empleados con frecuencia, por este motivo la importancia de tratar un tema que se da con frecuencia,

pero aún no es conocido y por ende el Mercado de Valores no atrae tantos inversionistas.

8. El principal factor a tomar en cuenta para que el éxito de un proceso de Titularización a través de Fideicomiso, no está en el únicamente en el control durante la ejecución del mismo, sino en la fiscalización dirigida a las administradoras de fondos y Calificadoras de riesgo. Con esto quiero decir que independientemente de si éstas se encuentran o no en procesos de titularización la Superintendencia de Compañías debe cumplir con sus funciones permanentemente, no de forma aleatoria, para que en conjunto se logre más seguridad dentro del Mercado de Valores.
9. Pese a las exigencias señaladas dentro de los procesos de titularización, la inversión en Ecuador, ha venido en decadencia, nacional y más aún extranjera, y así lo demuestran las estadísticas de la propia Superintendencia de Compañías. Fausto Ortiz, exministro de Economía de este Gobierno, señala algunos factores que desalientan la llegada de dinero al país. Entre ellos, que a fines del año pasado se aumentó el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) de 2% a 5% y la desaceleración en el crecimiento de la economía.”⁶⁷
10. Los inversionistas al contar con garantías adicionales que aseguran sus títulos prefieren no hacer uso de la vía ejecutiva, es decir, generalmente se logra un acuerdo y las obligaciones del Fideicomiso con los tenedores se ven satisfechas por lo que no resulta necesario demandar su pago
11. En Ecuador a diferencia de otros países, no tiene a Instituciones Financieras como Agentes de Manejo lo cual, afecta un poco la naturaleza de la Titularización que es la eliminación de la intermediación financiera para poder eliminar los costos adicionales que esto implica.
12. Con el nuevo proyecto de Ley para el fortalecimiento y optimización del Sector societario, la inversión se puede ver afectada debida a la inseguridad jurídica que la aplicación de la nueva normativa puede generar.
13. El proyecto de Ley propuesto señala que no existen cambios en relación al manejo de los procesos de Titularización, sin embargo el manejo y actuación de los intervinientes si se ve modificado, por lo tanto de forma indirecta lo haría el desarrollo de la Titularización.

⁶⁷ El Universo, Economía, 25 de julio de 2012.

14. Los documentos más relevantes para el buen manejo de la Titularización son el contrato de Fideicomiso y el Reglamento de Gestión, en este sentido, el originador debe asegurarse de revisar detenidamente los borradores de estos documentos y propender a que todas las situaciones que puedan generarse se encuentren contempladas, pero no solo señaladas sino con un procedimiento a seguir para sobre llevar tal situación.
15. Los valores de los Fideicomisos de Titularización debe contener en detalle las condiciones de pago para evitar inconvenientes al momento de su cobro, sobre todo tomando en cuenta que como título valor debe ser literal y lo que no se encuentre en ellos detallado no puede ser exigido, motivo por el cual los inversionistas deben tomar atención a la información que en los mismos se detalla
16. Cada uno de los intervinientes no solo debe efectuar lo que el contrato señala como su obligación, sino también debe cada uno estar consciente de los derechos y las posibilidades que se le presentan y permiten para solucionar cualquier problema que pueda surgir. Es decir cada parte debe conocer sus derechos para exigirlos y evitar irregularidades por parte de los otros intervinientes.

BIBLIOGRAFIA

1. Libros y revistas

- ✓ ACOSTA ROMERO, Miguel, ALMAZAN ALANIZ, Pablo Roberto, *Tratado teórico práctico de fideicomiso: incluye compilación de disposiciones legales que rigen al fideicomiso en México hasta diciembre de 2001*, México, Editorial Porrúa, 2002.
- ✓ ANDRADE UBIDIA, Santiago, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano Tomo I*, Ediciones Legales S.A., Quito, 2004.
- ✓ ANDRADE UBIDIA, Santiago, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano Tomo II*, Ediciones Legales S.A., Quito, 2004.
- ✓ ANDRADE UBIDIA Santiago, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, Fondo Editorial Del Colegio de Jurisprudencia de la Universidad de San Francisco de Quito, Quito, 2002.
- ✓ CEVALLOS, Víctor, *Mercado de Valores y Contratos Tomo II*, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito, 1998
- ✓ FROSINI Vittorio, *La Lettera e lo spirito della Legge*, traducción de: Alarcón Cabrera Carlos y Llano Alonso Fernando, Editorial Ariel S.A., Barcelona, 1995
- ✓ GARRIGUES, Joaquín, *Tratado de Derecho Mercantil*, Editorial Revista De Derecho Mercantil, Madrid, T. II, 1955
- ✓ LARREA ANDRADE, Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*, Quito, Ediciones Legales S.A., 2004
- ✓ LISOPRAWSKI, Silvio y KIPER, Claudio, *Fideicomiso Dominio Fiduciario. Securitización*, Buenos Aires, Depalma, Segunda Edición, 1996.
- ✓ MALUMIÁN, Nicolás, DILOTTI, Adrián y GUTIÉRREZ, Pablo, *Fideicomiso y Securitización Análisis Legal, Fiscal y Contable*, Buenos Aires, La Ley, 2006.
- ✓ MENDEZ PRADO, Mariela, *Calificadoras de Riesgo en el Ecuador*, Revista Gestión, No. 171, Quito.
- ✓ MENDEZ, Rodolfo, *La Bolsa y los Títulos Valores en Costa Rica* (fecha de acceso 19-12-2012), disponible en: www.hacienda.go.cr.
- ✓ PÉREZ ARDILA, Gabriel Antonio, *Títulos Valores y Liquidación de Intereses: Parte General, especial y procesal intereses en pesos y en UVR*, Imprenta Universidad de Antioquía, Colombia, 2005

- ✓ RODRIGUEZ, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, México, Editorial Porrúa, Décimo Quinta Edición, 1980
- ✓ RODRIGUEZ-ROSADO, Bruno, *Fiducia y pacto de retro en garantía*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1998
- ✓ SAAVEDRA LOZANO, Saúl y BUANAVENTURA LALINDE, Eduardo, *Derecho Romano. Traducciones y apuntes*, Ed. Centro S.A. Bogotá, 1942
- ✓ VILLAGORDOA LOZANO, Manuel, citado por GUTIERREZ MOLLER, Emilio, *Especies de Fideicomiso*, disponible en: <http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/1/167/6.pdf>
- ✓ VALIÑO, Emilio, *Instituciones del Derecho Privado Romano*, Universidad de Valencia, Valencia, 1980

2. Legislación ecuatoriana

- ✓ Código Civil
- ✓ Código de Procedimiento Civil
- ✓ Código de Comercio
- ✓ Ley de Mercado de Valores
- ✓ Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores
- ✓ Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado.
- ✓ El Universo, Economía, 25 de julio de 2012.

3. Páginas web

- ✓ Glosario de Derecho Civil CL, (fecha de acceso 24-05-2013), disponible en: <http://glosalderechocivil.blogspot.com/>.
- ✓ http://bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html_bg/interagua.htm
- ✓ http://bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html_bg/fabril.htm
- ✓ <http://www.fondospichincha.com/portal/web/fondos-pichincha/titularización>
- ✓ <http://www.fiducia.com.ec/legal.html>
- ✓ <http://www.bolsadequito.info/emisores/>
- ✓ <http://www.unam.mx/>

4. Sentencias

- ✓ Sentencia de Estados Unidos: James A. Lane, Bankrupt, Frances B, Lane y James M. Gaines como Trustee de la Quiebra de James A. Lane, Plaintiffs-Appellants v. United States of America, Defendant-Appelle, No. 83-7451, United States Court of Appeals, Eleventh Circuit, sept. 27, 1984
- ✓ Expediente de Casación 140, Registro Oficial Suplemento 224, 29 de Junio del 2010.
- ✓ Sentencia No. 27001-23-31-000-2003-00626-01(27322) de Seccion 3ª, 27 de Enero de 2005 (fecha de acceso 24-05-2013), disponible en: <http://consejo-estado.vlex.com.co/vid/-52527188>
- ✓ Expediente 140, Registro Oficial Suplemento 224, 29 de Junio del 2010.

5. Apuntes de Clase

- ✓ Burneo Ana Cristina, Apuntes de Títulos Valor, Facultad de Jurisprudencia, Pontificia Universidad Católica del Ecuador 2012.
- ✓ Encalada Luna Evelyn Priscila, Apuntes de Derecho Fiduciario, Facultad de Jurisprudencia, Pontificia Universidad Católica del Ecuador 2012.

ANEXO 1

PORTADA:

- ✓ Título: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.
- ✓ Nombre o razón social del originador.
- ✓ Nombre o razón social del agente de manejo.
- ✓ Denominación específica del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo emisor de los valores.
- ✓ Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.
- ✓ Monto de la emisión.
- ✓ Calificación de riesgo otorgada a la emisión.
- ✓ Nombre del agente pagador.
- ✓ Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- ✓ Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.
- ✓ Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

INFORMACIÓN GENERAL DEL ORIGINADOR:

- ✓ Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica
- ✓ Objeto social, de ser el caso.
- ✓ Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado. 1.2.4 Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- ✓ Finalidad de la titularización.
- ✓ Información económica y financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.
- ✓ Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, agente de manejo, calificadora de

riesgo, impuestos, inscripción (Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad), publicidad y colocación. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

INFORMACIÓN GENERAL DEL AGENTE DE MANEJO:

- ✓ Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico
- ✓ Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- ✓ Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.
- ✓ Organización de la sociedad.
- ✓ Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos.
- ✓ Identificación y experiencia del personal directivo.
- ✓ Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
- ✓ Capital social y composición accionaria.
- ✓ Información económico - financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical e índices.
- ✓ Indicación de que las obligaciones asumidas por el agente de manejo son de medio y no de resultado.

INFORMACIÓN SOBRE EL PATRIMONIO AUTÓNOMO EMISOR DE LOS VALORES Y DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN:

- ✓ Denominación específica del patrimonio autónomo.
- ✓ Fecha y escritura pública de constitución.
- ✓ Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.
- ✓ Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.

- ✓ Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.
- ✓ Copia del reglamento de gestión del proceso de titularización.
- ✓ Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.
- ✓ Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización.
- ✓ Procedimiento a seguir en el caso en que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en que haya nacido, para el agente de manejo, la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico
- ✓ Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.
- ✓ Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.
- ✓ Causales de terminación del mecanismo utilizado para titularizar y procedimiento para su liquidación.
- ✓ Causales y procedimiento para la sustitución del agente de manejo.
- ✓ Nombre o razón social de la firma auditora.
- ✓ Información económico-financiera: estados financieros a la fecha de constitución del patrimonio autónomo o al último ejercicio mensual anterior a la fecha de la solicitud de autorización de la oferta pública.

1.5 Características de la emisión:

- ✓ Monto total de la emisión.
- ✓ Plazo de la oferta pública.
- ✓ Procedimiento para la colocación.
- ✓ Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.
- ✓ Monto mínimo de la inversión.
- ✓ Forma y lugar de suscripción de los valores.
- ✓ Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad,

forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.

- ✓ Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

2. CONTENIDO ADICIONAL DEL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO:

- ✓ Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.
- ✓ Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.
- ✓ Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.
- ✓ Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

3. CONTENIDO ADICIONAL DEL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES: ADEMÁS DE LA INFORMACIÓN GENERAL, EL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES DEBERÁ CONTENER LA SIGUIENTE INFORMACIÓN ESPECIAL:

- ✓ Descripción detallada del inmueble titularizado que contenga al menos: Tipo de bien, ubicación, área de construcción, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.
- ✓ Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.
- ✓ Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido por la Ley de Mercado de Valores.
- ✓ Resumen de los dos avalúos actualizados, efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

4. CONTENIDO ADICIONAL DEL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS. ADEMÁS DE LA INFORMACIÓN GENERAL, EL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS INMOBILIARIOS DEBERÁ CONTENER LA SIGUIENTE INFORMACIÓN ESPECIAL:

- ✓ Descripción detallada del bien inmueble transferido al patrimonio autónomo que contenga al menos: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.
- ✓ Descripción del proyecto inmobiliario a desarrollar, incluyendo un resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico, económico y de factibilidad; programación y presupuesto de obra del mismo.
- ✓ Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto.
- ✓ Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo.
- ✓ Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.
- ✓ Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.
- ✓ Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación, e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.
- ✓ Resumen del contrato de construcción.
- ✓ Resumen del contrato de fiscalización.
- ✓ Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos.
- ✓ Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- ✓ Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

5. CONTENIDO ADICIONAL DEL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS EN GENERAL. ADEMÁS DE LA INFORMACIÓN GENERAL, EL PROSPECTO PARA LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS DEBERÁ CONTENER LA SIGUIENTE INFORMACIÓN ESPECIAL:

- ✓ Descripción detallada del activo o proyecto titularizado, a partir del cual se generarán los flujos de fondos materia de la titularización. Tratándose de bienes inmuebles, descripción detallada del bien transferido al patrimonio autónomo: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.
- ✓ Resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico - económico que respalda la generación de los flujos de fondos proyectados.
- ✓ Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto, si fuere el caso.
- ✓ Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo, si fuere el caso.
- ✓ La información señalada en los literales 4.5), 4.6), 4.8), 4.9), 4.10), 4.11) y 4.12) del numeral anterior, si fuere el caso.
- ✓ Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.
- ✓ Características de los activos, indicando por lo menos lo siguiente: 1. Detalle y descripción de todos los aspectos relevantes de los que lo integran o integrarán, en especial lo relativo a su titularidad o propiedad anterior o al momento de lanzarse la oferta; sus garantías y los gravámenes a los que estuvieren afectos, entre otros; 2. Valor monetario de los activos, con la descripción detallada del procedimiento de valuación y con el sustento respectivo de una reconocida sociedad auditora o empresa especializada; 3. Valor de adquisición; 4. Régimen de sustitución y de adquisición o inversión en nuevos activos, de ser el caso; 5. Análisis del flujo esperado de efectivo o de derechos de contenido económico a ser generados a partir del patrimonio; 6. Relación de costos y gastos a ser asumidos con los activos que integran el patrimonio; 7. Garantías adicionales que se hubieran establecido o se fueran a establecer en relación al patrimonio, en su conjunto.

PARA GRADOS ACADÉMICOS DE LICENCIADOS (TERCER NIVEL)

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR

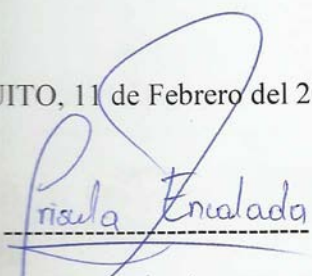
DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, Evelyn Priscila Encalada Luna, C.I. 172306405-9, autora del trabajo de graduación intitulado: **“NATURALEZA JURIDICA DE LOS VTC Y VTP Y SUS MECANISMOS DE EXIGIBILIDAD EN CASO DE INCUMPLIMIENTO EN SU PAGO”**, previa a la obtención del grado académico de **ABOGADA DE LOS JUZGADOS Y TRIBUNALES DE LA REPUBLICA DEL ECUADOR** en la Facultad de **JURISPRUDENCIA**:

1.- Declaro tener pleno conocimiento de la obligación que tiene la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, de conformidad con el artículo 144 de la Ley de la Orgánica de Educación Superior, de entregar a la SENESCYT en forma digital una copia del referido trabajo de graduación para que sea integrado al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública respetando los derechos de autor.

2.- Autorizo a la Pontificia Universidad Católica del Ecuador a difundir a través de sitio web de la Biblioteca de la PUCE el referido trabajo de graduación, respetando las políticas de propiedad intelectual de la Universidad.

QUITO, 11 de Febrero del 2014


Priscila Encalada

FIRMA Y CÉDULA

REPUBLICA DEL ECUADOR
DIRECCION GENERAL DE REGISTRO CIVIL
IDENTIFICACION Y CEDULACION

CECULA DE CIUDADANIA No. 172306405-9

ENCALADA LUNA EVELYN PRISCILA

NOMBRES Y APELLIDOS
FICHINCHA/QUITO/SAN BLAS

LUGAR DE NACIMIENTO
24 OCTUBRE 1989

FECHA DE NACIMIENTO
015-A 0108 08500 F

REG. CIVIL ZONA PAG. AUT. SEXO
FICHINCHA/QUITO 1989

GONZALEZ SUAREZ

Priscila Encalada



ECUATORIANA***** V3343V2222

NACIONALIDAD
SOLTERO
ESTADO CIVIL
SECUNDARIA
INSTRUCCION
ESTUDIANTE
PROF/OCUR

JORGE HERMAN ENCALADA
NOMBRE Y APELLIDO DEL PADRE

DOLORES AGUSTIA LUNA
NOMBRE Y APELLIDO DE LA MADRE

QUITO
LUGAR Y FECHA DE EXPEDICION 03/03/2008

03/03/2020
FECHA DE CADUCIDAD

FORMA No. REN Pch 2750017



PULGAR DERECHO

REPÚBLICA DEL ECUADOR
CONSEJO NACIONAL ELECTORAL
CERTIFICADO DE VOTACION
ELECCIONES GENERALES 17-FEB-2013

008

008 - 0055 1723064059

NÚMERO DE CERTIFICADO CÉDULA
ENCALADA LUNA EVELYN PRISCILA

PICHINCHA
PROVINCIA
QUITO
CANTÓN

CIRCUNSCRIPCION
CARCELEN
PARROQUIA

1
CARCELEN
ZONA

f.) PRESIDENTA/E DE LA JUNTA